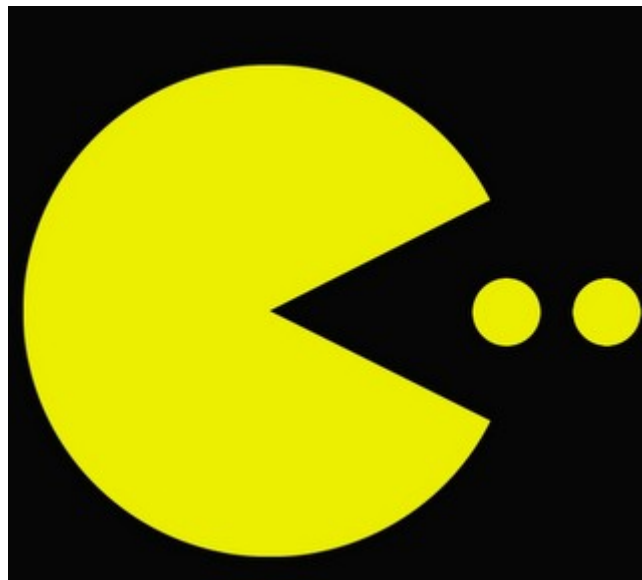




Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET



Försvarsåtgärder i Delaware och Sverige
- Bör Svenska bolagsstyrelser ha rätt att vidta
försvarsåtgärder mot fientliga företagsförvärv?
Tillämpade studier på Jur. Kand-programmet
30 HP
Författare: Aron Willhammar
Handledare: Leif Östling
Juridiska Institutionen

Innehållsförteckning

Sammanfattning	4
1. Inledning	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Syfte	7
1.3 Metod	7
1.4 Begränsningar	8
1.5 Disposition	9
2. Försvarsåtgärder	10
2.1 Fientliga bud	10
2.2 Försvarsåtgärder	10
2.2.1 Poison Pills	11
2.2.2 White knights	12
2.2.3 Crown jewels	12
2.2.4 Blowfish	13
2.2.5 Pacman	13
2.2.6 Golden Parachutes	13
2.2.7 Greenmail	14
2.2.8 Shark repellents	14
2.2.8.1 Röstvärdesdifferentiering	15
2.2.8.2 Överlåtelsebegränsningar	15
2.2.8.3 Staggered boards	15
3. Storbritannien	17
4. Sverige	19
4.1 Lojalitetsplikten	19
4.2 Vinstsyfte	19
4.3 Likhetsprincip	20
4.4 Generalklausulen	20

4.5 NBK	20
4.5.1 Bakgrund	20
4.5.2 Innehållet i NBK:s regler	21
4.6 Takeover-direktivet och LUA	23
4.6.1 Bakgrund	23
4.6.2 Genombrottsbestämmelser	24
4.6.3 Försvarsåtgärder	25
4.6.4 Budpliktsregler	27
4.7 Aktiemarknadsnämnden	28
4.7.1 AMN: s uppgifter	28
4.7.2 AMN: s uttalanden om försvarsåtgärder	30
4.7.2.1 AMN 1992:6 – Sandvik	30
4.7.2.2 AMN 2004: 19 – VLT	31
4.7.2.3 AMN 2005: 47 – Skandia / Old Mutual	31
4.7.2.4 AMN 2006:55 - Scania / MAN	33
5. USA	37
5.1 Federal lagstiftning	37
5.1.1 The Williams Act	37
5.1.2 Ex Florio Amendment	38
5.2 Delstatslag / Delaware	39
5.2.1 Lagstiftning i Delaware	40
5.2.2 Praxis i Delaware	41
5.2.2.1 UNOCAL och den förstärkta Business Judgment Rule	42
5.2.2.2 Unitrin	44
5.2.2.3 Moran / Household	44
5.2.2.4 Revlon Duties	45

5.2.2.5	<i>Paramountfallen</i>	45
5.2.2.6	<i>Sarbanes Oxley och Blasius-doktrinen</i>	47
6.	<i>Diskussion</i>	49
6.1	<i>Metod för reglering av takeoverförfarandet</i>	49
6.2	<i>Synen på försvarsåtgärder</i>	51
6.2.1	<i>Teorin om effektiva marknader</i>	52
6.2.2	<i>Uppköpens disciplinerande funktion</i>	53
6.2.2	<i>Kortsiktighet</i>	54
6.2.3	<i>Andra intressenter</i>	55
6.2.4	<i>Agency-problemet</i>	56
6.3	<i>Svenskt perspektiv</i>	58
7.	<i>Slutsats</i>	63
8.	<i>Källförteckning</i>	65

Sammanfattning

Företagsuppköp är en vanlig företeelse på aktiemarknaden och sker ofta då en budgivare tror att ett målbolag har en outnyttjad värdemaximeringspotential, exempelvis pga. att den nuvarande ledningen inte utnyttjar bolagets resurser optimalt.

Av denna anledning finns det ofta skäl för ett målbolags ledning att anta att de kommer att bytas ut om ett uppköp går igenom varför de får incitament att motarbeta budet. Budet kommer härvid att definieras som ett fientligt bud och de åtgärder som vidtas för att förhindra budets genomförande kallas för försvarsåtgärder.

Man kan här genast se att en intressekonflikt aktualiseras. Målbolagets aktieägare har ett intresse av att få så hög avkastning som möjligt på den investering som de har gjort i bolaget, ett attraktivt bud kan härvid vara av stort intresse. Målbolagets ledning, å andra sidan, kan ofta räkna med att bli avsatt vid ett lyckat uppköp och kan därför ha anledning att motarbeta även ett för aktieägarna gynnsamt bud.

Mot bakgrund av denna intressekonflikt har två skilda system för reglering kring försvarsåtgärder utvecklats. Det amerikanska systemet – där bolagets styrelse under Business Judgment Rule får vidta försvarsåtgärder om det kan antas ligga i bolagets intresse, och det europeiska systemet (tillämpat av Sverige) vari försvarsåtgärder inte får vidtas utan bolagsstämmans samtycke.

I det amerikanska systemet (här representerat av staten Delaware där merparten av alla amerikanska börsbolag är registrerade) kan man i praxis se att aktieägarintressena har tillmätts allt större betydelse. Från att styrelsen i början av 80-talet i princip var helt fri att vidta försvarsåtgärder har denna frihet inskränkts genom exempelvis:

- **Unocalfallet:** En försvarsåtgärd måste vara föranledd av ett uppfattat hot och proportionerlig i förhållande till detta.
- **Revlon:** Då ett bolag med säkerhet kommer att säljas upphör Business Judgment Rule att gälla och styrelsens plikt övergår till att uppnå ett så högt försäljningspris som möjligt.
- **Liquid Audio:** Då en försvarsåtgärd innebär rösträttsbegränsningar för bolagets aktieägare måste styrelsen, förutom BJR, visa att det finns mycket starka skäl (compelling justification)

att vidta åtgärden.

I Sverige är situationen den motsatta. Huvudregeln är att styrelsen inte har rätt att vidta försvarsåtgärder, men de flesta uppköpsförsvårande åtgärder som varit prövade i Aktiemarknadsnämnden har tillåtits, exempelvis:

- *AMN 1992:6 – Sandvik*: Försvarsåtgärder i bolagsordningen är principiellt tillåtna
- *AMN 2004: 19 VLT, 2005: 47 Skandia / Old Mutual*: Styrelsen har frihet att offentligt uttala sig kritiskt kring budet och även att försöka övertyga budgivarens aktieägare att dra tillbaka budet.
- *AMN 2006:55 Scania / MAN*: Målbolagsstyrelsen är ej skyldig att medverka till att en due diligence kan genomföras,

Denna gradvisa konvergens av de båda ländernas reglering skall dock ej överdrivas, särskilt inte vad gäller Sverige då de försvarsåtgärder som hittills har varit uppe till prövning i AMN har varit av mycket ”försiktig” natur och det kan antas att styrelser avhåller sig från de mer ingripande åtgärderna då de är medvetna om att dessa skulle vara förbjudna.

Vid diskussionen kring om Sverige idag har ett bra system för att reglera försvarsåtgärder får hänsyn tas till allmänna argument för och emot försvarsåtgärder såväl som till situationen i Sverige specifikt.

I Sverige utövar kontrollaktieägare, genom rösträttsdifferentierade aktier och pyramidäggande, en mycket stor makt över de stora börsbolagen. Detta gör att den huvudsakliga intressekonflikten i ett svenskt bolag tenderar att vara inte den mellan aktieägare och styrelse, utan den mellan minoritetsaktieägare och kontrollaktieägare.

Av denna anledning, och då styrelsen är de som torde ha den bästa inblicken i bolagets värde, anser jag att styrelsen i Sverige borde ges större rätt att vidta försvarsåtgärder. Den inskränkta Business Judgment Rule som idag gäller i Delaware framstår härvidlag som en föredömlig modell.

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Företagsförvärv förekommer regelbundet i bolagsvärlden och kan definieras som en situation där den kontrollerande ägargruppen i ett företag lämnar över kontrollen till en annan, ny eller befintlig, ägargrupp. Vid ett idealt företagsförvärv är målbolagets styrelse positiv till förvärvet, förhandlar med olika potentiella budgivare och kommer fram till ett pris som ligger till grund för ett uppköpserbjudande vilket sedan tillställs aktieägarna.

I många fall föranleds emellertid ett uppköpsförfarande av att målbolaget anses vara ineffektivt skött eller undervärderat. I dessa fall har målbolagets styrelse anledning att frukta att de kommer att bli utbytta mot en förmodat skickligare dito om uppköpserbjudandet godtas - vilket tenderar leda till att de motsätter sig budet. Om budbolaget trots detta väljer att fortlöpa med sitt uppköpserbjudande blir det att betrakta som fientligt.

I detta läge har målbolagets ledning incitament att på olika sätt söka avstyra det fientliga budet varför det kan bli intressant att vidta olika försvarsåtgärder i syfte att försvåra eller förhindra ett uppköp.

Här kan en intressekonflikt skönjas; målbolagets bolagsledning har ett intresse av att behålla sina jobb medan aktieägarna har intresse av att få ut ett så högt budpris som möjligt. Detta aktualiserar frågan om vem som skall ha rätt att besluta över försvarsåtgärder mot fientliga bud. Skall det stå aktieägarna helt fritt att avgöra huruvida erbjudandet skall godtas? Eller ska målbolagets ledning, om den anser budet otillräckligt, tillåtas lägga hinder i vägen för budet med hänvisning till den bättre kunskap om verksamheten och förmodat djupare insikt i bolagets värde som den besitter?

Denna fråga har lösts på motsatta sätt i USA respektive Europa och denna uppsats är skriven för att klargöra skillnaderna mellan systemen, samt att framföra författarens åsikt kring vilken ordning som vore den mest önskvärda för Sverige.

1.2 Syfte

I Sverige är det idag bolagsstämman som har makten att besluta om huruvida försvarsåtgärder skall vidtas - uppsatsens syfte är att undersöka om denna ordning är den optimala. Mer specifikt skall maktbalansen mellan aktieägare och styrelse undersökas och det skall diskuteras vilken av dessa grupper som i Sverige bör ha makt att besluta om försvarsåtgärder.

För att utreda huruvida en rättsordning är optimal kan det vara användbart att göra en jämförelse med ett system som är diametralt motsatt. Av denna anledning har en undersökning gjorts av regleringen av försvarsåtgärder i USA – då huvudregeln där är att styrelsen på egen hand har rätt att besluta om huruvida försvarsåtgärder skall sättas in.

Arbetets huvudsakliga frågeställning är således:

- **Vem bör ha rätt att vidta försvarsåtgärder mot fientliga bud avseende svenska bolag?**

För att besvara denna fråga har ett antal underordnade frågor ställts:

- **Hur ser regleringen av försvarsåtgärder ut i Sverige idag?**
- **Hur ser regleringen av försvarsåtgärder ut i USA idag?**
- **Hur har respektive reglering vuxit fram?**

1.3 Metod

Vid analys av de svenska reglerna har relevant lagstiftning, tolkad utifrån förarbeten och lagkommentarer, använts. Då regleringen kring försvarsåtgärder i Sverige till stor del är uppbyggd kring uttalanden från AMN har dessa analyserats som rättspraxis trots att de ej utgör praxis i egentlig mening.

Vad gäller den amerikanska regleringen har stor vikt lagts vid praxis från domstolarna i Delaware. Lagreglerna på området är mycket begränsade men har analyserats i den del de är relevanta, förarbeten spelar dock en mindre roll i amerikansk lagstiftning varför inga studier av förarbeten har gjorts.

Diskussionen om vem som bör ha makten över försvarsåtgärderna är till stor del uppbyggd på artiklar ur amerikanska publikationer. Detta då debatten kring försvarsåtgärderna tycks ha varit relativt livlig där jämfört med Sverige och Europa, varifrån det är svårt att hitta artiklar i ämnet.

Vad gäller de amerikanska artiklarna bör noteras att de är partsinlagor i syfte att torgföra respektive författares ståndpunkt. Jag har därför varit noga med att ta del av de artiklar som argumenterar för större begränsningar i styrelsens möjligheter till försvarsåtgärder såväl som de (färre) som hävdar motsatsen.

1.4 Begränsningar

I ljuset av ovan anförda frågeställningar har ett antal avgränsningar i arbetet fått göras.

För det första behandlas inte alla tänkbara former av kontrollövertagande i ett bolag utan endast offentliga uppköpserbjudanden och försvarsåtgärder mot dessa. Således redogörs ej för exempelvis kontrollstrider genom fullmaktsinsamling (Proxy Contests).

De under kap. 2 exemplifierade försvarsåtgärderna utgör inte en uttömmande förteckning över möjliga försvarsåtgärder utan skall ses som just exempel i syfte att ge en orientering kring vad försvarsåtgärder är samt hur de kan tillämpas. Arbetets fokus ligger istället på den principiella diskussionen om försvarsåtgärders önskvärdhet samt vem som skall ha makten att besluta om desamma.

Beskrivningen av regleringen i Storbritannien har hållits mycket kort och syftar enbart till att ge en förståelse för varifrån de i Sverige tillämpade reglerna har sitt ursprung.

Reglerna om budplikt i LUA kan ses som en i lag stadgad försvarsåtgärd varför dessas vara eller icke vara kan diskuteras mycket utförligt. I denna uppsats berörs de dock bara helt kort.

Slutligen förutsätts att läsaren besitter viss grundläggande förståelse för bolagsrättens grunder då de enda regler som mer ingående beskrivs är de som direkt eller indirekt påverkar möjligheterna att vidta försvarsåtgärder.

1.5 Disposition

I uppsatsens första del presenteras ett urval av de olika försvarsåtgärder som kan bli aktuella vid ett fientligt bud – detta i syfte att ge en allmän förståelse för hur försvaren kan gå till i praktiken samt att förklara de termer som kommer att användas i uppsatsens senare delar.

Därefter berörs kort reglerna kring försvarsåtgärder i Storbritannien då dessa har legat till grund för regleringen på området såväl i Sverige som i hela EU genom takeover-direktivet.

Mot bakgrund av situationen i Storbritannien beskrivs sedan regleringen i Sverige. Då lagtexten på området är relativt kortfattad läggs stor vikt vid att beskriva de uttalanden som gjorts av Aktiemarknadsnämnden vilka ger en djupare förståelse i vilka åtgärder som kan vara tillåtliga att vidta för en styrelse.

I nästa del görs en internationell utblick där situationen i USA undersöks. Precis som i föregående del är själva lagregleringen mycket begränsad varför även detta kapitel till stor del utgörs av analyser av rättstillämpningen.

I diskussionsdelen ställs de båda systemen emot varandra i syfte att ta reda på vilket av dem som, de lege ferenda, borde tillämpas i Sverige. Härvid görs både en diskussion i allmänhet och en som specifikt tar hänsyn till situationen i Sverige.

2. Försvarsåtgärder

2.1 Fientliga bud

Med ett fientligt bud avses vanligen ett sådant bud som avstyrks av målbolagets styrelse i det uttalande om budet som styrelsen skall lämna till aktieägarna. Vanligen har budgivaren först förhandlat med styrelsen men, då dessa förhandlingar brutit samman, valt att gå vidare med ett offentligt uppköpserbjudande till aktieägarna. I undantagsfall kan budgivaren välja att helt avstå från att förhandla med målbolagsstyrelsen och lämna erbjudandet direkt till aktieägarna, ett förfarande som torde göra att budet klassas som fientligt.

"We call an acquisition hostile if the initial bid for the target (which need not be a bid from the eventual buyer) was neither negotiated with its board prior to being made nor accepted by the board as made. Thus, initial rejection by the target's board is taken as evidence of the bidder's hostility, as is active management resistance to the bid..."¹

Denna definition tycks mig dock lite smal, åtminstone i ett system som Sveriges där aktieägarna har stor makt kring huruvida försvarsåtgärder skall vidtagas. Ett bud som är önskvärt för aktieägarna behöver inte vara önskvärt för styrelsen, och vice versa. Enligt mig torde definitionen av ett fientligt bud omfatta alla bud som motarbetas som fientliga av någon intressegrupp inom företaget, oavsett om det är aktieägare eller bolagsledningen.

2.2 Försvarsåtgärder

En försvarsåtgärd är kort sagt vilken åtgärd som helst som vidtas för att förhindra att ett bud kan fullföljas. En försvarsåtgärd kan vara av preventiv art, dvs. vidtagen för att förhindra ett hypotetiskt framtida förvärv, eller vidtagen som försvar mot ett påbörjat försök till fientligt uppköpsförfarande. Nedan presenteras ett urval av de olika försvarsåtgärder som ett målbolag kan använda sig av.

¹ Auerbach, s. 102

2.2.1 Poison Pills

En av de för amerikanskt vidkommande oftast förekommande försvarsåtgärder är den som går under namnet ”poison pill”. Denna åtgärd introducerades 1982 av den amerikanske advokaten Martin Lipton under namnet ”warrant dividend plan”². I det rådande amerikanska affärsklimatet, präglad av stor volatilitet på aktiemarknaden med mycket hög förekomst av tender offers, blev detta försvarsmedel snabbt populärt och har allt sedan dess varit den viktigaste försvarsåtgärden i amerikansk rätt.

Försvarsåtgärdens popularitet gjorde att den under det tidiga 80-talet utvecklades till flera olika varianter. Grundtanken för samtliga dessa var emellertid densamma; kostnaden för det fientliga förvärvet ökas markant genom att bolagets befintliga aktieägare på olika sätt ges möjlighet att utspäda förvärvarens innehav genom inlösen av optioner. I en inte helt självklar analogi blir förvärvarens aktieinnehav här ”förgiftat” genom att förvärvaren inte ges samma möjlighet till optionsinlösen som övriga aktieägare, varför en amerikansk journalist under 1983 gav åtgärden det namn under vilket den idag är känd.³

Tanken med ett poison pill är att budgivaren skall tvingas till en dialog med målbolagets styrelse. Denna sitter nämligen på ”motgiftet”, dvs. möjligheten att till ett nominellt pris återkalla de utgivna optionerna och på så vis möjliggöra att ett uppköp sker utan att utspädningseffekter uppstår.⁴

De två viktigaste formerna av poison pills är de som går under namnet flipover respektive flipin

Flipovers eller ”utåtriktade” poison pills implementeras genom att målbolaget till aktieägarna emitterar skuldebrev förknippade med teckningsrättsoptioner som ger aktieägarna rätt till nyteckning av aktier till ett pris under marknadsvärde. Om ett övertagande sker kommer optionerna därefter att ”slå runt” (flip over) och möjliggöra för aktieägarna att teckna aktier i det övertagande bolaget till ett rabatterat pris. Om detta sker kommer förvärvarens aktieinnehav att utspädas.

För att ett flipover-pill ska vara effektivt krävs att det i målbolagets bolagsordning stadgas att en eventuell fusion villkoras av att det övertagande bolaget iakttar bestämmelsen. Då fusioner är ovanligt i Sverige är det tveksamt om ett flipover-pill, som ju är ett skydd mot just

² Lipton s. 12

³ Berk / De Marzo s.889

⁴ Boatright s.165

önskade fusioner, skulle vara meningsfullt i en svensk bolagsordning.⁵

Det främsta problemet med flipover-pillret är att det, i bolag med spritt ägande, kan kringgås genom att förvärvsbolaget skaffar ett aktieinnehav som understiger tröskelinnehavet för att budplikt skall aktualiseras, men som är tillräckligt för att skaffa reell makt över stämman, styrelsen och bolagets tillgångar.⁶ Pga. denna svaghet i flipover-pillret började man under mitten på 80-talet i allt större utsträckning att istället använda sig av flipin-pillret. Detta bygger på teckningsoptioner på samma sätt som flipover-pillret, men förutsätter inte att ett förvärv ska ske för att sättas i effekt. Ett flipin-piller innebär nämligen att teckningsoptionerna ger möjlighet att till ett rabatterat pris köpa aktier i målbolaget vid vissa bestämda tidpunkter, vanligen att ett offentligt uppköpserbudande på företaget offentliggörs, eller att en förvärvares aktie överstiger ett visst angivet tröskelvärde.

Ett sådant piller skulle kunna vara effektivt även under svenska förhållandet. För att skyddet ska bli meningsfullt krävs att tröskeln sätts lägre än det innehav som aktualiserar budplikt. Ledning kan härvid tas från Delaware (där budpliktsregler saknas), vanligen sätts tröskeln där på 10-25% och i de mest aggressiva fallen, nedåt 5 %.⁷

2.2.2. White knights

Ett annat sätt att bemöta ett fientligt bud är att börja söka efter mer önskvärda budgivare som kan tänka sig förvärva målbolaget.⁸ Denna åtgärd är uttryckligen tillåten i svensk lag enligt LUA 5:1, 2 st. då konkurrerande bud kan verka för att budpriset pressas upp, till fördel för aktieägarna. Det är naturligtvis dock ej enbart aktieägarna som gynnas, den sittande styrelsen kan nämligen komma överens med den vita riddaren om att behålla sin position vid ett uppköp⁹. Av denna anledning har styrelsens rätt att söka vita riddare inskränkts i Delaware (se om Revlon-fallet nedan 5.2.2.4.)

2.2.3 Crown jewels

En annan försvarsåtgärd går ut på att bolaget identifierar sina viktigaste nyckeltillgångar, sina kronjuveler, och därefter avyttrar desamma i syfte att göra målbolaget mindre attraktivt och förhoppningsvis få budgivaren att dra tillbaka sitt bud.

En uppenbar nackdel med detta försvar är att man blir av med sina nyckeltillgångar vilket gör

⁵ Fällman, s. 74.

⁶ Forjan / Van Ness, s.2

⁷ Forjan / Van Ness, s.7

⁸ Berk / DeMarzo s.890

⁹ Weston s. 532

det svårt att driva företaget vidare. Detta kan avhjälpas genom att tillgångarna avyttras till en vit riddare som säljer tillbaka tillgångarna till målbolaget om budet dras tillbaka. Ett ytterligare problem är dock att försäljningen inbringar likvida medel, vilket kan vara väl så attraktivt för budgivaren.¹⁰

För svenskt vidkommande får man även tänka på att inte sälja av nyckeltillgångar till den grad att verksamhetsföremålet ej längre kan anses uppfyllt¹¹.

2.2.4 Blowfish

När en blåsfisk hotas av en rovfisk fyller den sin mage med vatten och förvandlas till en stor skrämmande boll, detta beteende har fått ge namn åt en preventiv försvarsåtgärd. Åtgärden används oftast när man tror att ett fientligt bud snart kommer att läggas och går ut på att man köper upp nya tillgångar i syfte att tvinga upp storleken på företaget vilket leder till att värdet på företaget ökar men att de likvida tillgångarna minskar. Tanken med detta är att det plötsligt högre värdet ska skrämma bort den presumtiva köparen. Dessutom innebär de minskade ekonomiska resurserna hos målbolaget att incitamenten för förvärv minskar.¹²

2.2.5 Pacman

Den kanske fräckaste försvarsåtgärden går under namnet Pacman och är uppkallad efter det berömda dataspelet med samma namn där den av spöken jagade protagonisten kunde hantera situationen genom att äta ett kraftpiller och därefter vända sig om och sluka sina förföljare. På samma sätt bemöter ett målbolag med denna metod ett fientligt bud genom att helt enkelt lägga ett offentligt uppköpserbjudande på budbolaget. Den största nackdelen med detta förfarande är att det i praktiken har visat sig leda till bittra budstrider med enorma värdeförstörelser som följd.¹³ För svenskt vidkommande är det även viktigt att man, om man vill nyttja denna åtgärd, sätter in den innan budbolagets ägande nått 50 %. Sen är det nämligen försent eftersom budbolaget då blivit ett moderbolag och ABL 19:17-19 förbjuder ett dotterbolag att äga aktier i sin moder.

2.2.6 Golden Parachutes

Denna term syftar på situationen där nyckelpersoner i målbolaget tillerkänns höga avgångsvederlag att utbetalas i händelse av att de skiljs från sitt uppdrag pga. ett uppköp. Den bakomliggande tanken då detta används som försvarsåtgärd är att avgångsvederlagen skall

¹⁰ Boatright s.165

¹¹ ABL 3:1, 3 pt.

¹² Arnold, s.218

¹³ Se t.ex. Bendixmålet; Martin Marietta corp. v. Bendix corp. 549 F. Supp. 623 (Md. 1982).

vara så betungande för budbolaget att de avstår från att genomföra uppköpet.

I praktiken blir fallskärmarna dock ofta en relativt liten del av den totala kostnaden för uppköpet. Effekten kan då istället faktiskt bli att förvärvet underlättas. Detta då styrelsen, genom att de är försäkrade en stor ersättning om ett uppköp genomförs, har mindre incitament att motarbeta ett bud - vilket mildrar intressekonflikten mellan ägare och styrelse och talar för att styrelsen agerar på det sätt som bäst gynnar företaget och dess aktieägare.¹⁴

2.2.7 Greenmail

Ett ytterligare försvarsmedel är Greenmail defense. Med detta försvar undviks ett uppköp genom att målbolaget köper tillbaka de aktier som budbolaget har lyckats komma över. För att detta skall kunna komma på fråga måste naturligtvis ett väsentligt prisprium erbjudas jämfört med det pris som budgivaren ursprungligen erbjöd för aktierna. För att inte budbolaget omedelbart skall använda de medel som man härvid har tjänat till att lägga ett nytt och högre erbjudande förknippas ofta greenmail-försvaret med ett standstill agreement, ett avtal varigenom budbolaget förbinder sig att under en viss tid inte lägga något ytterligare bud på målbolaget¹⁵.

Noterbart är att ett direkt greenmailförsvar inte är möjligt i Sverige då ABL 19:14 stadgar att riktade återköp av aktier ej är möjligt. Denna regel kan emellertid kringgå genom att ett vänligt sinnat white-knight bolag övertalas/betalas för att köpa aktierna av budbolaget.

2.2.8 Shark repellents

Shark repellents är ett samlingsnamn för de försvarsåtgärder som med ett annat namn kan kallas *anti-takeover charter and bylaws amendments* dvs. sådana försvarsåtgärder som stadgas i bolagsordningen i syfte att försvåra uppköp.

Dessa åtgärder är enkla att vidtaga i USA då bolagsordningen där är uppdelad i the charter och the bylaws. The charter innehåller uppgifter om bolagets verksamhetsföremål, säte med mera och ändringar av denna kräver stämmans godkännande. The bylaws, i sin tur, reglerar frågor om bolagets skötsel och kan ändras av styrelsen själva¹⁶.

I Sverige däremot kräver alla förändringar av bolagsordningen bolagsstämmans godkännande varför shark repellents här inte är lika okomplicerade att implementera.¹⁷

Nedan beskrivs några av de viktigaste hajpulvrena;

¹⁴ Berk / DeMarzo s.890

¹⁵ Peyer / Vermaelen s. 5

¹⁶ Christensen s.308

¹⁷ ABL 3:4

2.2.8.1 Röstvärdesdifferentiering

Den kanske vanligaste shark repellent-åtgärden är att ge ut olika aktieslag med skild rösträtt (ofta benämnt exempelvis A- resp. B-aktier.). Röstvärdesskillnader kan ha inverkan på ett fientligt uppköpserbjudande på åtminstone två olika sätt. För det första har det inverkan på hur många aktier budgivaren måste komma över, och därmed hur mycket som måste spenderas, för att uppnå kontroll över bolaget. För det andra innebär röstvärdesskillnader, tillsammans med pyramidäggande (se nedan) att en liten grupp aktieägare kan ha ett tillräckligt antal röster för att avgöra om försvarsåtgärder skall sättas in mot budet eller ej. Detta aktualiserar naturligtvis en intressekonflikt vilken skall utvecklas nedan 6.3.

2.2.8.2 Överlåtelsebegränsningar

I svensk rätt är aktier som huvudregel fritt överlåtbara enl. ABL 4:7. Från denna huvudregel kan emellertid göras tre undantag. De två första; samtyckesförbehåll (ABL 4:8) och förköpsförbehåll (ABL 4:18) kan ej användas i avstämningsbolag vilket dock är möjligt för det tredje, hembudsförbehållet (ABL 4:27).

Funktionen av ett sådant förbehåll är att den som förvärvar aktier som omfattas av hembud måste erbjuda de befintliga aktieägarna att lösa de förvärvade aktierna. Användbarheten av ett hembudsförbehåll begränsas dock av att aktier som är förknippade med en sådan klausul ej kan tas upp till handel på börsen. Detta enligt FFFS 2007:17 3:2, (a) vari fastslås att aktier som noteras på börs skall vara fritt överlåtbara.

2.2.8.3 Staggered boards

Denna åtgärd, som kan översättas med "omlottstyrelser" är en av de vanligast förekommande på den amerikanska marknaden där den ofta ingår i ett kombinerat försvar med någon form av poison pill-konstruktion. En omlottstyrelse förhindrar inte uppköpet som sådant men kan fördyra och försvåra förfarandet då övertagandet av effektiv kontroll över företaget fördröjs.

När omlottstyrelse tillämpas delas styrelsen upp i ett antal olika grupper. Vid varje bolagsstämma byts endast en av dessa grupper ut, vilket gör att det kan ta flera år mellan det att en budgivare förvärvar ett bolag tills att man får kontroll över styrelsen.¹⁸

Omlottstyrelser förekom tidigare i viss utsträckning i Sverige och var principiellt tillåtna (se härom AMN:s uttalande i Sandvik nedan 4.7.2.1). Idag är detta försvar emellertid inte praktiskt möjligt då det för att vara verkningsfullt förutsätter att styrelseledamöterna inte kan avsättas i förtid (annat än med övervägande majoritet). Denna möjlighet försvann genom 1998 års revidering av ABL då man i förarbetena påpekade att aktieägarnas möjlighet att när som helst entlediga de styrelseledamöter som utses av stämman är av stor vikt för en ändamålsenlig ägarstyrning. Vidare poängterades uttryckligen risken att möjligheten att införa krav på kvalificerad majoritet för förtida avsättning av styrelsen kunde användas som försvarsåtgärd vid företagsuppköp, något som inte ansågs lämpligt. Således stadgades att för avsättande av styrelseledamot inte får uppställas strängare majoritetskrav än vad som gäller för ärenden som inte avser val. I praktiken innebär detta att en styrelseledamot numera alltid kan avsättas med absolut majoritet.¹⁹

¹⁸ Subramanian s.621

¹⁹ ABL 7: 40

3. Storbritannien

Något skall här sägas om regleringen av uppköpserbjudanden i Storbritannien då dessa sedan länge har varit grunden för den svenska regleringen.

Offentliga uppköpserbjudanden har förekommit i stor utsträckning i Storbritannien under längre tid än något annat europeiskt land varför man redan tidigt tvangs ta ställning till hur dessa frågor skulle regleras. På initiativ av den brittiska centralbanken Bank of England skapades The Panel on Takeovers and Mergers (härefter Panelen) år 1968. Anledningen till skapandet av Panelen var att det i det brittiska näringslivet under 1950- och 1960-talen hade förekommit en rad omdebatterade uppköp som gjorde en reglering av uppköpsförfarandet nödvändig. Det hade nämligen visat sig omöjligt att i common law implementera en reglering som säkerställde att aktieägares intressen respekterades av bolagsstyrelserna i samband med dessa förfaranden.²⁰

Panelen fick till uppgift att som självregleringsorgan utarbeta regler om uppköpsbjudanden på brittiska bolag, samt övervaka dessa reglers efterlevnad²¹. Det regelverk som härvid utarbetades, ”The London City Code on Takeovers and Mergers” (härefter City Code), har som övergripande syfte att garantera aktieägarna i bolaget en rättvis och lika behandling vid uppköpserbjudanden och består av tio generella principer, samt ett fyrtiotal regler som i detalj fastställer principerna. Bland annat finns regler gällande budplikt efter uppnående av andelsägande motsvarande visst tröskelvärde samt regler kring målbolagets och budbolagets styrelse handlande vid ett uppköpsförfarande.

Den för härvarande arbete viktigaste regeln i City Code är 21.1 som stadgar:

During the course of an offer, or even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, the board must not, without the approval of the shareholders in general meeting -

[...]take any action which may result in any offer or bona fide possible

²⁰ Johnston s. 422

²¹ www.thetakeoverpanel.org.uk/structure/about-the-panel

offer being frustrated or in shareholders being denied the opportunity to decide on its merits.

Som exempel på förbjudna åtgärder nämns emission av nya aktier, optioner eller konvertibler, samt att avyttra eller förvärva större tillgångar utan bolagsstämmans godkännande.²² Detta breda förbud mot förvarsåtgärder är grunden till den princip om styrelsepassivitet som sedan länge har präglat NBK:s takeover-regler i Sverige och som även införts i EU:s takeover-direktiv.

Att följa City Code var tidigare, åtminstone teoretiskt, frivilligt för brittiska bolag. Avsteg från koden innebar dock sådana anseendeförluster för ett bolag att den i praktiken kunde ses som bindande. Genom implementeringen av EU:s Takeoverdirektiv, har koden numera status som lag²³, därav har även Panelen getts rätt att utöva sanktioner mot bolag som ej efterlever koden²⁴, vilket ej var fallet förut.²⁵

Panelens sammansättning syftar att återspegla det brittiska näringslivet och dess investerare och består till stor del av seniora befattningshavare från stora bolag. Noterbart är dock det stora antal ledamöter som är hämtade från institutionella investerare såsom försäkringsbolag, pensionsfonder mm²⁶. Betydelsen av detta kommer att belysas närmare nedan 6.3.

²² City Code 21.1(b)

²³ Companies act ch.28 p.1, 943

²⁴ Companies act ch.28 p.1, 952

²⁵ SOU 2005:58 s. 60

²⁶ www.thetakeoverpanel.org.uk/structure/panel-membership#membership

4. Sverige

Offentliga uppköpserbjudanden saknade reglering i svensk lag fram till 2006 då LUA implementerades för att uppfylla EU:s takeover-direktiv. Innan denna lag kom självreglerades dock den svenska marknaden genom yttranden från Näringslivets Börskommitté.

Innan de specifika reglerna för uppköp berörs skall kort redogöras för ett antal andra regler och principer vilka har bäring på en styrelses förmåga att vidta försvarsåtgärder.

4.1 Lojalitetsplikten

Styrelsen har först och främst en lojalitetsplikt gentemot bolaget – i alla situationer där styrelsen handlar å bolagets vägnar ska bolagets intressen sättas främst och styrelsen skall ej tillskansa sig några fördelar på bolagets bekostnad. Detta innebär exempelvis ett principiellt förbud mot att låta egna intressen väga in vid t.ex. beslut om försvarsåtgärder. Denna plikt är ej specifikt reglerad i lag men anses kunna härledas till Handelsbalkens 18 kap. om sysslomannaskap pga. den sysslomannaliknande ställning som styrelsen intar i förhållande till bolaget²⁷.

4.2 Vinstsyfte

I ABL 3:3 stadgas att ett aktiebolags syfte är att generera vinst, såvida inte ett annat syfte har intagits i bolagsordningen. Denna bestämmelse är kopplad till lojalitetsplikten vilket syns i förarbetena vari stadgas att regeln *”är ägnad att skydda aktieägarna mot att företagsledningen använder bolagets resurser till verksamhet som inte är till gagn för aktieägarna.”*²⁸.

Denna regel kan ha betydelse i argumentationen kring försvarsåtgärder, då det kan diskuteras om dessa förbjuder sådana försvarsåtgärder som inte specifikt är inriktade mot värdemaximering för aktieägare. Här bör dock påpekas att förarbetena även anger att det ej är lagstiftarens mening att regeln skall komma i vägen för en diskussion kring Corporate Social Responsibility²⁹ (se nedan 6.2.3)

²⁷ SOU 2004:47 s.200

²⁸ Prop. 2004/05:85 s.219

²⁹ Ibid.

4.3 Likhetsprincip

Likhetsprincipen återfinns i ABL 4:1 och fastslår att alla aktier skall likabehandlas och ha samma rätt i bolaget. Denna princip kan emellertid åsidosättas om bestämmelse härom intas i bolagsordningen (2 §). En viktig implikation av detta är att möjlighet finns att ge ut aktier med olika röstvärde (det som ofta benämns A- och B-aktier) med den begränsningen att ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för någon annan aktie³⁰ (se vidare nedan 6.3).

4.4 Generalklausulen

Även om likhetsprincipen formellt sett har uppfyllts kan ett styrelsebeslut angripas med hjälp av generalklausulen i ABL 8:41. I denna stadgas att *”Styrelsen eller någon annan ställföreträdare för bolaget får inte företa en rättshandling eller någon annan åtgärd som är ägnad att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare”*

Denna klausul är som synes ej begränsad till att tillse att aktieägarna behandlas lika utan reglerar även det fall då en utomstående person tillerkänns en otillbörlig fördel på bekostnad av en aktieägare. I förarbetena anges att bestämmelsen särskilt syftar till att tillse att bolagsorganen handlar lojalt även med aktieägarminoriteterna.³¹

4.5 NBK

4.5.1 Bakgrund

Näringslivets Börskommitté (NBK) startades av Sveriges industriförbund och Stockholms handelskammare år 1968 och har till uppgift att verka för god sed på aktiemarknaden genom att utarbeta regler och rekommendationer för en fungerande självreglering av aktiemarknaden i Sverige.³²

År 1971 utarbetade NBK det första svenska regelverket för offentliga uppköpserbjudanden

³⁰ ABL 4: 5

³¹ Lagutskottets betänkande 1986/87:27 s.3

³² http://www.naringslivetsborskommitte.se/om-naringslivets-borskommitt__4

genom sin rekommendation angående offentliga erbjudanden om aktieförvärv, ett dokument som i allt väsentligt byggde på Storbritanniens The London City Code on Takeovers and Mergers. Rekommendationen har därefter kontinuerligt uppdaterats för att reflektera den ekonomiska utvecklingen samt ta hänsyn till uttalanden från Aktiemarknadsnämnden. I samband med 2003 års omarbetning av reglerna ändrades namnet till Regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv.³³

NBK:s regler är inte per automatik bindande, de görs emellertid avtalsrättsligt bindande genom att det i reglerna stadgas att: *”Budgivaren ska ange att för erbjudandet gäller förevarande NBK-regler och Aktiemarknadsnämndens besked om tolkning och tillämpning av dessa regler.”*³⁴

Vidare är NBK:s regler genom noteringsavtal direkt tillämpliga för all handel på Stockholmsbörsen, Nordic Growth Market, samt AktieTorget. Bolag som noteras på någon av dessa marknadsplatser blir således avtalsrättsligt bundna att följa NBK:s regler och Aktiemarknadsnämndens uttalanden.

Sammantaget blir följden av dessa bestämmelser att det i praktiken är obligatoriskt att vid offentliga uppköpserbjudanden i Sverige följa de regler som ställs upp av NBK.

4.5.2 Innehållet i NBK:s regler

NBK:s regler har som nämnts ett nära samband med de som fastställs av The Takeover Panel i Storbritannien, och inleds med ett stycke vari de principer vilka ska tas hänsyn till vid varje budsituation anges. Det förklaras att dessa principer är desamma som presenteras i inledningen till EU:s takeover-direktiv, det förtjänar dock att påpekas att takeover-direktivet i sin tur har lyft principerna från City Code.

Principerna är följande:

- a) Alla innehavare av värdepapper av samma slag i ett målbolag ska behandlas lika, och om en person förvärvar kontrollen över ett bolag ska övriga värdepappersinnehavare skyddas.*
- b) Innehavarna av värdepapper i ett målbolag ska ges tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet. När*

³³ SOU 2005:58 s. 10

³⁴ NBK:s regler 2009, Bilaga pt. 1. L.

målbolagets styrelse ger värdepappersinnehavarna råd ska den ge sina synpunkter på hur ett genomförande av erbjudandet kommer att påverka sysselsättningen, anställningsvillkor och placeringen av bolagets verksamhet.

c) Målbolagets styrelse ska handla med beaktande av de intressen som bolaget i sin helhet har och får inte förvägra värdepappersinnehavarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet.

d) Marknaderna för värdepapperen i målbolaget, bolaget som lämnar erbjudandet eller något annat bolag som berörs av erbjudandet får inte otillbörligen påverkas, så att kursen på värdepapperen stiger eller faller på ett konstlat sätt och marknadernas normala funktionssätt snedvrids.

e) En budgivare får tillkännage ett erbjudande först efter att ha säkerställt att kontant vederlag, om sådant erbjuds, till fullo kan utbetalas och först efter att ha vidtagit alla rimliga åtgärder för att säkerställa utbetalning av varje annat slag av vederlag.

f) Ett erbjudande avseende värdepapperen i ett målbolag får inte hindra bolaget från att bedriva sin verksamhet under längre tid än vad som är skäligt.

Genom att läsa denna inledning till direktivet kan en grundläggande principiell skillnad jämfört med det amerikanska systemet utläsas. Det är uppenbart att de regler som stadgas av NBK (samt City Code och Takeover-direktivet) skall tolkas med aktieägarnas bästa för ögonen – en ordning som står i bjärt kontrast mot Delawares synsätt där styrelsen i princip äger besluta vilka intressen som är mest intressanta att försvara.

En mer ingående beskrivning av NBK:s regelverk skall ej göras här men vissa bestämmelser som är intimt förknippade med situationen vid fientliga bud förtjänar att beröras närmare.

I NBK pt. II.19 regleras målbolagets styrelses skyldighet att uttala sig om budet. Härav ska framgå styrelsens syn på det erbjudna priset men även på de följder som ett framgångsrikt bud skulle ha för bolaget. Då styrelsen torde vara de som har mest insikt i företaget kan detta uttalande vara av stort intresse för aktieägarna som skall besluta huruvida de skall sälja sina andelar. För att aktieägarna skall ges tid att ta del av uttalandet och fatta ett beslut på grundval av detsamma, stadgas att uttalandet skall offentliggöras senast två veckor före acceptfristens utgång.

Enligt andra stycket samma punkt skall en bedömning också göras vad gäller budets inverkan på bolaget i stort, och då särskilt sysselsättningen. Denna bestämmelse, som är hämtad från

Takeover-direktivet, är intressant eftersom den öppnar upp för en bedömning som tar hänsyn även till ”utomstående” intressen. Det förtjänar dock att påpekas att det ju till syvende och sist är aktieägarna som ska besluta om de vill anta eller förkasta budet.

Regeln om styrelsens uttalande om budet blir intressant i en fientlig budsituation, styrelsens uttalande kan nämligen utgöra en mycket viktig försvarsåtgärd, som dessutom ej kräver beslut av bolagsstämman (Se om Skandia / Old Mutual nedan 4.7.2.3).

Även NBK II.20 är av stort intresse vid en fientlig budsituation. Denna bestämmelse stadgar att målbolagets styrelse skall ta ställning till om målbolaget kan och ska medverka till en av budbolaget utförd Due Diligence-undersökning. Styrelsen skall härvid ta hänsyn till om budbolagets erbjudande bedöms vara av intresse för aktieägarna, styrelsen skall även tillse att spridande av företagshemligheter och andra bolagsangelägenheter begränsas i största möjliga mån. Sekretessavtal bör därför upprättas med budbolaget och man bör sträva efter att Due Diligence-undersökningen inskränker sig till sådana förhållanden som är av vikt för budsituationen.

Denna regel möjliggör således också ett effektivt försvar mot oönskade bud då bestämmelsen medger styrelsen en omfattande bestämmanderätt kring huruvida man ska medverka till Due Diligence-undersökningen. Målbolaget kan genom att välja att inte delta i undersökningen försvåra och fördyra förfarandet för budbolaget (se om Skandia / Old Mutual nedan 4.7.2.3)

4.6 Takeover-direktivet och LUA

4.6.1 Bakgrund

Efter många års förhandlingar och strandade försök till överenskommelser enades EU:s medlemsstater och Europaparlamentet år 2004 om ett direktiv rörande regleringen av uppköpserbudanden: Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden (Takeover-direktivet).

Den främsta bakomliggande orsaken till direktivets tillkomst är att man på EU-nivå uppfattade ett behov av att harmonisera medlemsstaternas rättssystem på området i syfte att garantera aktieägarna i bolag som är föremål för ett uppköpserbudande (målbolaget) en rättvis och rimlig behandling samtidigt som sunda omstruktureringar i näringslivet möjliggörs³⁵. Direktivet syftar till en minimiharmonisering och det står varje medlemsstat fritt att implementera mer långtgående lagstiftning på området.

³⁵ SOU 2005:58 s.9

I Sverige har Takeover-direktivets implementering tillgodosetts genom tillkomsten av *Lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA)*. Då Takeover-direktivet i allt väsentligt bygger på City Code, som sedan länge varit grunden för NBK:s regler på området, har det ej gett upphov till några större förändringar för svenskt vidkommande. Då direktivet stadgar att tillsynen över offentliga uppköpserbjudanden handhas av självreglerande organ har det etablerade systemet kunnat fortsätta tillämpas, med den skillnaden att förbudet mot försvarsåtgärder och reglerna om budplikt nu är uttryckligt reglerade i lagtext samt att en fakultativ s.k. ”genombrottsregel” har införts.

4.6.1 Genombrottsbestämmelser

Vad avser fientliga uppköpserbjudanden innehåller direktivet vissa bestämmelser som skall undanröja olika hinder mot att uppköpsförfaranden genomförs. Här kan särskilt nämnas den s.k. genombrottsregeln som återfinns i direktivet art. 11 och som anger att bestämmelser i bolagsordningar och avtal som innebär röstvärdesdifferentieringar eller som begränsar överlåtbarheten av aktierna i målbolaget skall förlora sin verkan då ett uppköpserbjudande offentliggjorts. Enl. pt. 12.1 kan medlemsstaterna dock fritt välja om denna regel skall implementeras eller ej.

Genombrottsreglernas innebörd definieras i LUA 6 kap. Enligt LUA 6:2 skall, då ett offentligt erbjudande lämnats avseende aktier i ett bolag vars bolagsordning innehåller bestämmelse om genombrott, varken hembuds-, samtyckes- eller förköpsförbehåll gälla vad avser de aktier som omfattas av erbjudandet. Regeln bryter igenom överlåtelsebegränsningar som intagits såväl i bolagsordningen som i avtal mellan aktieägarna

Enligt LUA 6:3 saknar rösträttsbegränsningar och röstvärdesdifferenser verkan även då bolagsstämman skall fatta beslut om huruvida försvarsåtgärder skall vidtas mot ett lämnat offentligt uppköpserbjudande. En budgivare som efter ett offentligt erbjudande har uppnått ett aktieinnehav om 75 % i målbolaget ges i LUA 6:4 möjligheten att sammankalla en extra bolagsstämma i syfte att ändra bolagsordningen eller styrelsens sammansättning som då skall hålla snarast möjligt. Även vid en sådan bolagsstämma skall bestämmelser om rösträttsbegränsningar och röstvärdesdifferenser sakna verkan vad gäller frågor om ändring av bolagsordning eller tillsättande och avsättande av styrelseledamöter, detta enligt LUA 6:5.

Syftet med genombrottsbestämmelserna synes vara en demokratisering av bolagsstämman där

försvarsåtgärder som bygger på att minoritetsaktieägare ges makt som ej står i proportion till deras aktieinnehav förhindras. Sverige har dock valt att ej låta genombrottsregeln motsvaras av någon tvingande lagregel, detta då den enligt utredningen innebär ett alltför stort ingrepp i de kontrollmekanismer som grundas på röstvärdesdifferenser och hembudsförbehåll och som på frivillig grund har byggts upp i flera svenska bolag.³⁶ Sverige har istället valt att låta tillämpningen av art. 11 vara frivillig för svenska bolag genom att i LUA 6:1 stadga att bolagsstämman kan besluta införa i bolagsordningen en bestämmelse om att genombrottsreglerna skall gälla om bolaget skulle befinna sig som målbolag i en uppköpssituation. Ett sådant beslut måste fattas enhälligt av samtliga deltagare i stämman och dessa måste representera 90 % av antalet aktier. Man får anta att dessa regler, under rådande omständigheter kommer att tillämpas utomordentligt sällan i Sverige.

4.6.2 Försvarsåtgärder

I LUA 5:1 stadgas;

1 § Om styrelsen eller verkställande direktören i ett sådant bolag som avses i 3 kap 1 §, andra stycket³⁷ på grund av information som härrör från den som avser att lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende aktier i bolaget, har grundad anledning att anta att ett sådant erbjudande är nära förestående, eller om ett sådant erbjudande har lämnats, får bolaget endast efter beslut av bolagsstämman vidta åtgärder, som är ägnade att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande.

Trots vad som sägs i första stycket får bolaget söka efter alternativa erbjudanden.

Denna regel går formellt tillbaka på artikel 9 i takeover-direktivet, men har sedan länge varit en förhärskande princip inom den svenska bolagsrätten då en regel med samma innebörd finns i City Code³⁸ och NBK:s regler. Noteras bör dock att NBK:s regler, i den lydelse som gällde innan direktivets implementering, stadgade att en försvarsåtgärd var förbjuden i den mån den utgjorde ”åtgärd, som **typiskt sett** är ägnad att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande”.³⁹

Vid implementeringen av LUA 5:1 har som synes ovan formuleringen *typiskt sett* strukits.

³⁶ SOU 2005:58 s.125

³⁷ Ett svenskt aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet.

³⁸ City Code 21.1

³⁹ NBK:s regler 03 II.16. (förf. markering)

Saken har inte närmare kommenterats i förarbetena men formuleringen antyder att en åtgärd ej längre kan ses som otillåten bara för att den normalt sett är ägnad att lägga hinder i vägen för ett bud. Istället får man efter omständigheterna i det enskilda fallet undersöka huruvida de åtgärder som vidtagits i det enskilda fallet verkligen *har* försämrat förutsättningarna för budet.

Av bestämmelsen följer vidare att skyldigheten att avstå försvarsåtgärder inträder när styrelsen el. VD får anledning att tro att ett offentligt uppköpserbjudande är nära förestående. I förarbetena stadgas att denna information inte behöver komma direkt från budbolaget, utan även kan ha passerat ett eller flera led, t.ex. aktieägarna. Vidare behöver inte hela styrelsen vara underrättad utan det räcker att en enda ledamot har fått del av informationen för att hela styrelsen skall anses underrättad. För det fall ingen förhandsinformation lämnas innan erbjudandet blir den avgörande tidpunkten anbudets offentliggörande⁴⁰.

I paragrafen finns ett visst tolkningsutrymme kring när inkommen information skall anses ge upphov till grundad anledning att anta att offentligt uppköpserbjudande kommer att lämnas. För ledning kring tolkningen kan viss ledning hämtas ur kommentaren till NBK:s regler på området. Häri anges att grundad anledning att anta att offentligt uppköpserbjudande kommer att lämnas, skall anses uppkomma under förutsättning att informationen är någorlunda konkret och att budgivaren kan antas ha tillräckliga finansiella resurser för att genomföra erbjudandet. Att styrelsen finner det uppenbart att aktieägarna ej kommer att godta erbjudandet är dock ej en i sig tillräcklig omständighet för att försvarsåtgärder skall kunna vidtagas.⁴¹

Att försvarsåtgärder endast kan tillämpas efter bolagsstämmobeslut innebär vidare att en bolagsstämman inte i förväg kan lämna styrelsen bemyndigande att vidta försvarsåtgärder vid en eventuell offentlig uppköpsituation. Varje sådan åtgärd måste istället specifikt beslutas om av bolagsstämman. Likaså får en åtgärd som beslutas av styrelsen under förutsättning av stämmans godkännande inte genomföras förrän godkännandet har inhämtats.⁴²

LUA 5:1 uppställer som synes en mycket bred passivitetsregel för styrelsen vid ett offentligt uppköpserbjudande, regeln är dock inte absolut. I paragrafens andra stycke ges styrelsen nämligen möjlighet att utan aktieägarnas goda minne söka efter alternativa erbjudanden, således är White knight-försvaret tillämplbart. Denna punkt utgör ett sällsynt fall där svensk rätt intar en mer styrelsevänlig hållning än amerikansk dito. Som berörs nedan 5.2.2.4 innebär

⁴⁰ SOU 2005:58 s.151-152

⁴¹ NBK:s regler, 09 II.21

⁴² SOU 2005:58 s.47

nämligen domen i Revlonmålet att styrelsen i ett Delawarebolag, då en försäljning är oundviklig, har som enda uppgift att tillse att aktieägarna får ett så högt pris som möjligt för sina andelar. En svensk styrelse, däremot, står det fritt att söka efter alternativa budgivare - de behöver därvid inte avspisa en potentiell förvärvare bara för att denne ämnar lägga ett lägre bud än den som står bakom det offentliga erbjudandet.

Ytterligare möjlighet att kringgå huvudregeln i LUA 5:1 ges genom bestämmelserna i LUA 7:5. Denna paragraf stadgar att ett bolag, då särskilda skäl föreligger, kan begära dispens hos Finansinspektionen för att undantas från bestämmelserna om budplikt eller för att genomföra vad som annars skulle vara att betrakta som en otillåten försvarsåtgärd.

Av förarbetena kan utläsas att denna regel ej har till syfte att låta styrelsen på eget bevåg sätta in försvarsåtgärder i syfte att avstyra ett fientligt bud. Istället anges att dispens *främst* torde kunna användas i fall där styrelsen skyndsamt måste utföra en åtgärd, vilken objektivt sett kan utgöra en otillåten försvarsåtgärd i lagens mening, men som är föranledd av helt andra överväganden än att förhindra ett uppköp⁴³. Som exempel nämns att styrelsen för att tillgodose ett akut behov av kapitaltillskott önskar utnyttja ett tidigare lämnat bemyndigande från stämman att besluta om en riktad emission. Det kan också vara fråga om att styrelsen skall verkställa en utförsäljning av en del av bolagets verksamhet i enlighet med ett åtagande som bolaget tidigare har gjort.

Observeras bör dock att lagstiftaren använder ordet "*främst*" vilket öppnar för att dispens även av andra anledningar är, åtminstone teoretiskt, möjlig.

4.6.3 Budpliktsregler

Av 3:1 LUA följer att den som förvärvar ett aktieinnehav överstigande tre tiondelar av det totala antalet aktier i bolaget omedelbart skall offentliggöra sitt innehav och därefter inom fyra veckor lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier i bolaget.

På grund av det i Sverige mycket koncentrerade ägandet på bolagsmarknaden innebär detta i många fall att en budgivare, för att få effektiv kontroll över bolaget, måste lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende samtliga aktier. Effekten av detta på offentliga uppköpserbjudanden kommer att beröras nedan 6.3.

⁴³ Prop. 2005/06:140 s. 118

4.7 Aktiemarknadsnämnden

4.7.1 AMN: s uppgifter

AMN bildades år 1986 till följd av den ökade aktiehandeln i allmänhet och de uppmärksammade riktade emissionerna i LEO-affären i synnerhet. Nämnden kan sägas vara den svenska versionen av The Panel on Takeovers and Mergers och har till syfte att verka för god sed på aktiemarknaden genom uttalanden, rådgivning och information. AMN:s verksamhetsområde begränsar sig inte till frågor rörande offentliga uppköpsförfaranden utan prövning kan göras av vilken åtgärd som helst som vidtas av ett svenskt aktiebolag.⁴⁴

AMN är sammansatt av ”representativa företrädare för näringslivet”, som enligt stadgarna skall vara utvalda på ett sätt som ”är ägnat att inge förtroende hos aktörerna på aktiemarknaden och som är lämpligt med hänsyn till nämndens uppgifter.”⁴⁵ Precis som är fallet för The Panel i Storbritannien innehåller AMN ett flertal direktörer för stora bolag. Till skillnad från The Panel har AMN emellertid en betydande representation av jurister. I dag är 10 av 25 ledamöter av AMN jurister eller advokater och nämndens arbete leds av ett f.d. justitieråd⁴⁶. En ytterligare skillnad är att AMN inte har aktieägarrepresentation på samma sätt som i The Panel där flera ledamöter representerar institutionella investerare .

I LUA:s sjunde kapitel stadgas att det ankommer på Finansinspektionen att tillse att reglerna i LUA efterföljs.⁴⁷ I 7:10 förklaras emellertid att tillsynsansvaret, efter regeringens bemyndigande, får delegeras till ”organ med representativa företrädare för näringslivet”. Denna möjlighet har tagits i anspråk genom FFFS 2007:17 p14.1 vari tillsynsansvaret delegeras till Aktiemarknadsnämnden (AMN). Därigenom ankommer det numera på AMN att besluta i frågor om;

- a) förlängning av tidsfristen för upprättande och ansökan om godkännande av erbjudandehandling
- b) om budplikt ska fullgöras av någon som är närstående till budgivaren (3 kap. 4 §)
- c) besked om huruvida budplikt gäller enligt bestämmelserna i 3 kap. i lagen (7 kap. 4 §)

⁴⁴ http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden__25

⁴⁵ Aktiemarknadsnämndens stadgar 16 §

⁴⁶ www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden/aktiemarknadsnamndens-sammansattning__3

⁴⁷ Med undantag för reglerna om genombrott i 6 kap. Om sådana bestämmelser tas in i bolagsordningen skall lagligheten av desamma kontrolleras av bolagsverket.

- d) besked om huruvida en viss åtgärd står i strid med bestämmelserna om försvarsåtgärder i 5 kap. i lagen (7 kap. 4 §)
- e) undantag från bestämmelserna om budplikt (7 kap. 5 §)
- f) undantag från bestämmelserna om försvarsåtgärder (7 kap. 5 §)

Uttalanden av AMN sker oftast på grund av begäran därom av en budgivare eller ett målbolag. Nämnden kan dock även välja att uttala sig ex officio. Förutom nämndens uttalanden kan AMN ge vägledning genom konsultation mot en mindre avgift eller, vid enklare frågeställningar, gratis. Sådana konsultationer kan ske genom möte, e-post, eller telefon⁴⁸. Om det ej finns särskilda skäl som talar däremot offentliggörs samtliga uttalanden från AMN på dess hemsida.⁴⁹

Ett uttalande från AMN kan enligt LUA 8:1-3 bara överklagas av den part som begärde beskedet. Uttalandet skall i så fall överklagas till Finansinspektionen vars beslut i sin tur kan överprövas av allmän förvaltningsdomstol.

Merparten av de ärenden som nämnden tar ställning till rör begäranden om undantag från reglerna om budplikt, vilket vanligen beviljas på villkor att den budpliktige inom viss tid sänker sitt innehav till en nivå som understiger den som gäller för budplikt. AMN har dock även lämnat avgörande i ett antal ärenden om försvarsåtgärder - i syfte att klarlägga det svenska rättsläget på området presenteras ett antal av dessa nedan 4.7.2.

För det fall en försvarsåtgärd enl. 5:1 LUA vidtas utan godkännande av bolagsstämman eller dispens från AMN kan finansinspektionen vid vite förbjuda bolaget att vidta åtgärden, LUA 7:6 3-4 st. (åtgärden kan dock återupptas om stämmans samtycke inhämtas). Om vite utgår pga. Att styrelsen agerar mot LUAS regler blir vitet att betrakta som en skada för bolaget varför skadestandsreglerna i ABL 29:1 aktualiseras.

4.7.2 AMN: s uttalanden om försvarsåtgärder

Som synes ovan är lagtexten kring offentliga uppköpsförfaranden relativt kortfattad och allmänt hållen. För att närmare undersöka möjligheterna att i Sverige vidta försvarsåtgärder skall därför nedan beskrivas de uttalanden som av AMN gjorts i frågan. De två senare fallen

⁴⁸ www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden__25

⁴⁹ www.aktiemarknadsnamnden.se/aktiemarknadsnamndens-uttalanden__37

gör mer klara ställningstaganden kring försvarsåtgärderna varför de beskrivs i större detalj.

4.7.2.1 AMN 1992:6 - Sandvik

I detta ärende bedömde AMN de shark repellents (se ovan 2.2.8) som av Sandvik intagits i bolagsordningen och som avsåg:

- Budplikt då ett visst tröskelvärde överskreds. (Detta var innan budplikten hade tagits in i NBK:s regelverk).
- Kvalificerad majoritet (70 % av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna) vid bolagsstämmobeslut om avyttring av vissa tillgångar – i syfte att öka kraven för beslut om stora och snabba förändringar i bolagets struktur och uppbyggnad.
- Omlottstyrelse där styrelsen består av tre grupper, varvid val sker av en grupp vid varje bolagsstämma.

AMN påpekade för det första att dessa åtgärder var ägnade att försvåra ett övertagande av bolaget, och anförde att de kunde leda till negativa konsekvenser för bolaget såväl som dess ägare genom att aktiernas likviditet försämrades med negativa inverkningar på priset som följd. Trots detta kunde de inte anses strida mot god sed mot aktiemarknaden.

Uttalandet avslutades med att AMN förklarade att de ämnade att ex officio ta upp frågan om dylika försvarsåtgärder till principiell bedömning. Detta har dock ej skett än (2010) .

Det bör noteras att detta uttalande nu har 18 år på nacken och kanske bör tolkas med viss försiktighet, särskilt då regler om budplikt nu har införts i lag och omlottstyrelser ej längre är möjligt att använda (se ovan 2.2.8.3). Uttalanden som av nämnden bedöms som obsoleta kan dock bli förklarade för ej längre vägledande genom senare uttalanden⁵⁰. Då inget sådant uttalande ännu har gjorts kan man sluta sig till att shark repellents alltså är principiellt tillåtna.

4.7.2.2 AMN 2004: 19 - VLT

Detta ärende gällde, i här relevant del, ett uppköpserbjudande från Medieintressenter PLMS AB avseende VLT AB. I sitt yttrande över budet valde VLT:s styrelse att rekommendera M:s uppköpserbjudande. Två styrelsemedlemmar var emellertid skiljaktiga då de ansåg att budet

⁵⁰ Se t.ex. AMN 2002:1 om incitamentsprogram, där samtliga tidigare uttalanden i ämnet förklarades ej längre vägledande.

var otillräckligt. Denna ståndpunkt framförde de i två på yttrandet följande pressmeddelanden. Fråga uppkom om sådant handlande kunde anses stå i strid med det förbud mot försvarsåtgärder som då stadgades i NBK:s takeover-regler II:16.

AMN slog här fast att Takeover-reglerna skall anses bindande inte bara för styrelsen som sådan utan även för enskilda styrelseledamöter. Vidare förklarades dock att förbudet mot försvarsåtgärder inte kunde anses ägnat att begränsa styrelseledamöternas yttrandefrihet. Det kunde således inte anses otillåtet för styrelsen eller enskilda styrelseledamöter att utöver styrelsens yttrande även i andra sammanhang uttrycka sin uppfattning rörande budet, under förutsättning att man handlar i enlighet med sin övertygelse kring vad som är i aktieägarnas intresse när de skall ta ställning till budet.

4.7.2.3 AMN 2005: 47 – Skandia / Old Mutual

Det första viktiga uttalandet rörande vad som kunde betraktas som förbjudna försvarsåtgärder tog sin början då det sydafrikanska försäkringsbolaget Old Mutual la ett bud på det svenska Skandia.

I för ämnet relevanta delar var omständigheterna i fallet följande;

Old Mutual och Skandia började diskutera ett eventuellt uppköp i december 2004. Under 2005 började Skandia sondera marknaden efter potentiella alternativa budgivare. Inget annat bolag än Old Mutual framförde emellertid något bud. I september 2005 offentliggjorde Old Mutual ett offentligt uppköpserbjudande avseende samtliga aktier i Skandia, Skandias styrelse avgav sitt yttrande enl. NBK II.19 den 050923, vari budet avstyrktes.

Den 051019 publicerade Skandia en skrift med titeln ” *A strong business with an exciting standalone future, important information for shareholders* ” vari budet åter avstyrktes och fördelarna med att behålla Skandia som ett självständigt bolag lyftes fram. Vidare skrev Skandias styrelseordförande Lennart Jeansson den 051102 ett brev till ett antal storaktieägare i Old Mutual med information som han ansåg var av vikt inför bolagets aktiestämma två veckor senare. Vid denna skulle en nyemission som var nödvändig för budet på Skandia diskuteras. I brevet förklarade Jeansson att han med oro noterade att Old Mutual avsåg att låta ett köp gå igenom även om så få som 51 % av aktieägarna accepterade budet. Jeansson förklarade vidare att etablerad praxis i Sverige var att villkora ett bud med att 90 % av aktieägarna anslöt sig till budet, och att man kunde vänta sig motstånd av både ledningen och

personalen på Skandia om man inte följde detta.

Old Mutual kände sig i detta läge starkt motarbetat av Skandias ledning och begärde utlåtande från AMN rörande huruvida ledningens beteende kunde anses konstituera otillåtliga försvarsåtgärder.

AMN fastslog i sitt uttalande inledningsvis att ett offentligt erbjudande som huvudregel är en angelägenhet mellan budgivaren och målbolagets aktieägare och att målbolagets styrelse ej skall vara part. I nästa stycke inskränkte AMN emellertid denna huvudregel genom att förklara att inte alla åtgärder som ett målbolags styrelse vidtar till nackdel för ett uppköpserbjudande kan ses som otillåtliga. För att en otillåten försvarsåtgärd skall anses föreligga måste den vidtagna åtgärden vara relativt ingripande och av väsentlig materiell betydelse, antingen finansiellt eller affärsmässigt.

Att sprida information, på det vis som Old Mutual gjorde i detta fall, kan inte anses omfattat av förbudet. Det finns därmed inget hinder för ett målbolag att i en budsituation delge aktieägarna information om bolagets verksamhet eller att vidareutveckla skälen till styrelsens inställning till budet. Det står således målbolagsstyrelsen fritt att i förhållande till sina aktieägare argumentera för att ett erbjudande ej skall accepteras. Skandias uttalande om budet samt det därpå till aktieägarna utsända informationsbrevet ansågs således ej vara otillåtliga åtgärder.

Vad gäller brevet till Old Mutuals aktieägare förhåller det sig lite annorlunda. Detta var ett brev från en styrelsemedlem i målbolaget till budbolagets aktieägare som syftade till att dessa på bolagsstämman skulle rösta ner den nyemission som skulle möjliggöra Old Mutuals bud. Detta agerande torde vara ett brott mot den grundläggande principen att ett offentligt erbjudande är en angelägenhet mellan budgivaren och målbolagets aktieägare. AMN resonerade emellertid här kring den (icke uttömmande) lista med exempel på förbjudna förfaranden som upptas i försvarsåtgärdsregeln, ”riktade emissioner, överlåtelse, förvärv och liknande åtgärder.” och konstaterade att dessa åtgärder är av en helt annan karaktär än Jeanssons brev.

För att slutligt lösa denna fråga fick AMN dock i sin tur begära in ett uttalande från den brittiska Takeover-panelen, vilken meddelade att de inte tidigare hade hört talas om denna typ av åtgärd men att de, om den skulle uppkomma, skulle betrakta den som tillåten.

AMN bedömde i enlighet med detta att Jeanssons brev ej skulle ses som en otillåten försvarsåtgärd.

Vidare anförde Old Mutual att Skandia kunde anses ha vidtagit otillåtliga försvarsåtgärder genom att de inte i tillräcklig mån samarbetade i Old Mutuals arbete med att utforma prospekt. AMN uttalade emellertid att enbart det faktum att man inte vidtar åtgärder som skulle möjliggöra för ett lyckosamt bud inte kan anses utgöra en otillåten försvarsåtgärd.

4.7.2.4 AMN 2006:55 - Scania / MAN

Ett annat fall som har tjänat till klargörande av AMN:s syn på försvarsåtgärder rör de åtgärder som Scania vidtog med anledning det offentliga erbjudande som MAN lämnade den 18 september 2006.

Med anledning av budet vidtog Scania en rad åtgärder samt övervägde att vidta några ytterligare.

I hemställandet till AMN angavs att man ville veta om någon av dessa åtgärder var av sådan art att de krävde stämmans godkännande enl. 5:1 LUA. Man ville även bringa klarhet i huruvida de principer kring försvarsåtgärder som fastslagits i Skandia / Old Mutual-ärendet fortfarande ansågs gälla, trots att den nya lagstiftningen med anledning av Takeoverdirektivet nu hade trätt i kraft.

De åtgärder AMN hade att ta ställning till var följande;

Vidtagna åtgärder:

1. Anlitande av legala rådgivare, finansiella rådgivare, PR-rådgivare och övriga rådgivare för att bistå Scania i utvärdering och bemötande av MAN:s bud samt utvärdering och förberedelse av alternativ till det av MAN lämnade erbjudandet och i samband därmed av Scantias styrelse bedömd rimligt användande av finansiella resurser avseende bl.a. marknadsmässiga arvoden till rådgivare.
2. Förberedande arbete för att ta fram ett tillräckligt underlag för att kunna underbygga styrelsens avvisande av erbjudandet och rekommendationen till aktieägarna att säga nej till ett befintligt erbjudande.
3. Kontakter med Aktiemarknadsnämnden, Stockholmsbörsen och andra svenska och utländska myndigheter och domstolar i syfte att ta tillvara samtliga aktieägars intresse,
4. Med bistånd av externa rådgivare planera, förbereda och genomföra åtgärder

som inte kräver bolagsstämmobeslut enligt 5 kap. 1 § LUA.

5. Annonsering i dagspress innehållande kortfattad sammanfattning av styrelsens rekommendation till aktieägarna i Scania att säga nej till MAN:s erbjudande.

6. Sammanställning och utskick av en informationsbroschyr till aktieägarna i Scania med styrelsens rekommendation till aktieägarna att säga nej till ett befintligt erbjudande tillsammans med de närmare skälen för rekommendationen som angivits i tidigare offentliggjord information.

7. Förberedelse av förslag till bolagsstämma angående extra utdelning och förändringar av kapitalstrukturen samt offentliggörande av utfallen av styrelsens och ledningens utvärdering av möjligheterna till att genomföra en sådan extra utdelning.

8. Deltagande i diskussioner med MAN rörande samgåendesynergier och alternativa strukturer för ett samgående.

9. Offentliggörande av positiv information angående bolagets resultat tidigare än planerat.

10. Vägran att bistå budgivaren i förberedelserna av erbjudandet (inkluderande bl.a. vägran att: (i) tillhandahålla icke offentliggjord information, (ii) tillåta due diligence och (iii) bistå med information till erbjudandehandlingen).

Planerade åtgärder

11. Med bistånd av externa rådgivare förbereda och genomföra plan för att finna en alternativ budgivare.

12. Publicering av information angående budgivaren (under förutsättning att sådan information är saklig och korrekt).

13. Offentliggörande av analytikerrapporter (under förutsättning att sådana rapporter är sakliga och korrekta).

14. Med bistånd av externa rådgivare utarbeta fullständiga förslag till samt sammankallande av bolagsstämma för beslut rörande sådana försvarsåtgärder som enligt 5 kap. 1 § LUA endast kan genomföras efter bolagsstämmans godkännande.

AMN inledde med att fastslå att samma synsätt som tidigare skulle tillämpas vad gäller bedömning av försvarsåtgärders tillåtlighet. Trots att reglernas ordalydelse hade ändrats till viss del (se ovan 4.6.2) ansågs det kunna utläsas ur lagmotivens syfte att innebörden av de nya

reglerna var densamma som för de tidigare gällande. När det kom till att bedöma Scanias åtgärder observerade AMN att dessa i stor grad överlappade varandra varför de valde att dela upp dem i ett antal grupper:

A. Åtgärder i samband med avgivande och spridning av styrelsens uttalande om erbjudandet, Åtgärd nr 1, 2, 5 och 6.

Nämnden uttalade här att målbolagets styrelse enl. NBK:s regler p.14 skall offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet. Det ligger härvid i sakens natur att styrelsen anlitar rådgivare av olika slag för att nå fram till en så korrekt utvärdering av budet som möjligt så att denna kan ligga till grund för aktieägarnas beslut kring budet.

B. Annan spridning av information, åtgärd nr 9, 12,13

AMN hänvisade här till sitt uttalande i Skandia / OldMutual och fastlog att reglerna om försvarsåtgärder inte syftar till att begränsa vilken information som kan spridas från målbolagets styrelse till aktieägarna.

C. Vägran att bistå budgivaren i förberedelserna av erbjudandet m.m. åtgärd nr 10.

AMN hänvisade återigen till Skandia/OldMutual vari hade uttalats att målbolaget inte har skyldighet att vidta några aktiva åtgärder till underlättande av budet. Ej heller är man skyldig att medverka till att en Due Diligence kan utföras.

D. Sökande efter alternativ. Åtgärd nr 1,8,11

Målbolagets styrelses rätt att söka alternativ följer direkt av LUA 5:1 2 st. Detta kan inte anses begränsat till att söka alternativa budgivare utan innebär också en rätt för målbolaget att undersöka andra utvägar för framtiden såsom exempelvis att diskutera med budgivaren alternativa strukturer för ett samgående.

E. Förberedelser inför bolagsstämmobeslut. Åtgärd nr 7,14

Då det i LUA 5:1 uttryckligen sägs att målbolaget, efter beslut av bolagsstämman, har möjlighet att vidta sådana åtgärder som annars skulle vara otillåtna, förklarade AMN att det även måste vara tillåtet att kalla till bolagsstämma för att inhämta aktieägarnas mening.

F. Övriga åtgärder. Åtgärd 3,4

AMN uttalade här att det faktum att Scania vänt sig till AMN och andra myndigheter med förfrågningar ej kunde anses vara en otillåten försvarsåtgärd. Man påpekade dock att dylika

förfrågningar måste göras i syfte att klarlägga rättsläget eller de faktiska omständigheterna, och att möjlighet finns att se dem som otillåtna om de endast har till syfte att störa budprocessen.

Scanias försvarsåtgärder mot MAN medförde ytterligare ett avgörande i AMN. Då Scania presenterade sitt helårsresultat för 2006 framkom att resultatet belastats med kostnader med anledning av MAN:s bud som uppgick till ca 200 Mkr. Finansinspektionen begärde utlåtande från AMN gällande dessa kostnader.

AMN uttalade här⁵¹ att förarbetena inte nämner några begränsningar vad gäller hur stora kostnader som ett målbolags styrelses åtgärder kan förorsaka bolaget innan det krävs bolagsstämman beslut enl. LUA 5:1. Nämnden medgav dock att man kunde tänka sig en situation där en styrelse ådrar bolaget så stora kostnader, utan motsvarande nytta, att det avskräcker budgivaren från att gå vidare, i dessa fall kan LUA 5:1 bli tillämplig. I förevarande fall hade emellertid Scanias värde ökat med 39 miljarder kronor sedan MAN:s bud lämnades. Vidare motsvarade de nedlagda 200 mkr bara 0,3 % av Scanias nettoomsättning. Mot bakgrund av detta ansåg AMN att Scanias handlande inte kunde anses som otillåtet på det sätt som beskrivits.

⁵¹ AMN 2007:10

5. USA

Liksom i Sverige kan en amerikansk målbolagsstyrelses möjligheter att vidta försvarsåtgärder främst utläsas ur rättstillämpningen. Ett antal relevanta lagregler finns dock i federal lagstiftning, vilka främst reglerar budbolagets agerande. Innan praxis från Delawares domstolar undersöks skall en genomgång av dessa lagregler göras.

5.1 Federal lagstiftning

5.1.1 *The Williams Act*

Lagstiftningen kring fientliga företagsförvärv är en del av bolagsrätten och därvid till största delen reglerad på olika vis i de olika delstaterna. En viktig federal lagstiftning på området finns dock genom de ändringar i Securities Exchange Act som implementerades år 1968 under namnet *The Williams Act*. Dessa syftar till att tillse att tillräckliga upplysningar tillhandahålls av aktörerna i ett offentligt uppköpserbudande i syfte att undvika att informationsasymmetri uppstår mellan desamma.

I korthet har *The Williams Act* följande verkningar på ett fientligt uppköpserbudande;

Pt. 14D-1 stipulerar att viss specifik information skall utges i samband med ett offentligt uppköpserbudande. Härvid skall offentliggöras budgivarens identitet och verksamhet, hur medel till förvärvet skall anskaffas, vilka förhandlingar som förts med målbolaget samt vilka planer budgivaren har för det fall budet skulle vara framgångsrikt. Då detta har skett har målbolagets styrelse, enl. 14d-9, tio dagar på sig att avge ett yttrande vari man redovisar och motiverar sin inställning till budet.

Under den hektiska uppköpsperioden under 80-talet var det vanligt att fientliga budgivare som ville pressa ett målbolags aktieägare att sälja sina aktier valde att lägga extremt tidsbegränsade uppköpserbudanden, s.k. ”saturday night specials”⁵². Dessa gick till så att ett offentligt uppköpserbudande offentliggjordes strax innan helgen, till ett pris som bara något översteg marknadspriset för andelarna. Erbjudandet begränsades till att avse en viss andel av de utestående aktierna, motsvarande vad som behövdes för att tillskansa sig kontroll över

⁵² Benämningen är vald pga. förfarandets ”våldsamhet”, termen är från början ett slanguttryck för de billiga, lättillgängliga revolverar, som under 50-talet blev notoriska för att de ofta användes vid våldsamma rån (Moore, s.866)

målbolaget, andelarna köptes därefter in enligt principen ”först till kvarn”. De aktieägare som inte hann sälja sina andelar innan målbolaget hade uppnått en kontrollerande andel, fick se sig utköpta till ett väsentligt lägre pris. Detta gjorde att aktieägarna, då de tvangs ta ställning till ett Saturday Night Special-erbjudande, ofta tvangs göra snabba och oövertänkta beslut⁵³.

I syfte att komma tillrätta med dessa missförhållanden lades pt. 14e-1 till. I denna regel fastställs att ett uppköpserbjudande måste hållas öppet under minst 20 arbetsdagar efter att det har lagts, samt ytterligare minst 10 arbetsdagar efter det att någon förändring av budet görs. Vidare implementerades 1994 en bästaprisregel i pt. 14d-10 vari stadgas att en ökning av budet måste komma alla målbolagets aktieägare till del.

5.1.2 Ex Florio Amendment

Förutom dessa regler ger den federala lagstiftningen målbolaget ytterligare en möjlig väg till försvar mot ett fientligt bud för det fallet budet kommer från utlandet. Detta är möjligt genom det tillägg i SEC som går under namnet Exon-Florio Amendment, implementerat år 1988, som ger presidenten makt att blockera ett utländskt uppköp som hotar nationens säkerhet. Detta görs genom The Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS), ett organ som ska upplysas om alla uppköpserbjudanden som offentliggörs avseende amerikanska bolag av icke amerikanska budgivare. Kommittén har därefter möjlighet att inom 30 dagar, antingen ex officio eller efter begäran från målbolaget, genomföra en undersökning. Resultaten av denna undersökning skall därefter företes för presidenten inom 45 dagar varefter denne har 15 dagar på sig att besluta huruvida budet skall stoppas. Sedan denna lag infördes har bara en handfull utländska uppköp förhindrats på detta sätt. Lagen är dock inte på något sätt obetydlig då den har åberopats vid mer än tusen tillfällen och gör att en utländsk förvärvare måste fästa vikt vid hur ett bud utformas.⁵⁴

Vid enstaka tillfällen kan även ett bud från ett inhemskt bolag bemötas med ett resonemang kring nationens säkerhet. Som exempel på detta bemötte Computer Sciences år 1998 ett fientligt bud från Computer Associates genom att för Försvarsdepartementet hävda att det faktum att viss del av deras verksamhet var hemligstämplad gjorde att ett uppköp var olämpligt.⁵⁵

⁵³ Armour / Skeel I s. 1734

⁵⁴ Phillips / Krishnamurthy s.5

⁵⁵ Phillips / Krishnamurthy. s.6

Denna typ av försvar kan kringgå genom att bolaget efter uppköpet organiseras på ett sätt som uppfyller de ställda säkerhetskraven vilket även skedde i detta fall. Trots detta kan denna argumentation vara ett effektivt försvarsmedel då det kan medföra en väsentlig tidsutdräkt av uppköpsförsöket vilket kan leda till avskräckande kostnader för budbolaget.⁵⁶

5.2 Delstatslag / Delaware

Förutom de i föregående stycke upptagna regleringarna regleras företagsuppköpen av det regelverk som har uppställts i den delstat där målbolaget är inkorporerat. I delstaternas lagar uppställs de regler som stipulerar hur ett företag skall styras, hur en styrelse skall utses, hur bolagsstämmor skall hållas, samt vilka försvarsåtgärder som kan vidtas mot ett fientligt uppköp.

Det står ett amerikanskt bolag fritt att välja i vilken delstat det vill inkorporeras. Vid valet av stat för inkorporering behöver man i princip enbart ta hänsyn till vilken lag man vill följa, valet har ingenting att göra med var bolaget bedriver sin egentliga verksamhet eller var bolagets aktieägare är bosatta. Detta har gett amerikanska delstater incitament att med olika medel bli så attraktiva som möjligt för bolag som söker ett ställe för inkorporering. Under större delen av 1900-talet kunde man således observera vad som av flera forskare kallats ett ”race to the bottom” där delstater sökte attrahera bolag genom att sänka skatter och avgifter, förenkla inkorporeringsförfarandet, och implementera för bolagen attraktiva lagstiftningar.⁵⁷

Den stat som tycks ha gått vinnande ur detta lopp är Delaware. Där inkorporeras sedan länge fler bolag än i någon annan amerikansk delstat⁵⁸, och delstaten är idag hemvist för ca 60 % av alla börsnoterade amerikanska bolag. Man kan därmed knappast längre tala om att stater tävlar med varandra om företagens gunst. Den tävling som möjligen sker består i valet hos ett företag att antingen inkorporeras i den stat där man har sin verksamhet, eller i Delaware.⁵⁹

Delawares popularitet som inkorporationsstat har lett till att delstaten genom åren har samlat på sig stor erfarenhet och skicklighet på området bolagsrätt, vilket går igenom i hela rättssystemet. Delawares Court of Chancery har efter hand utvecklats till en mer eller mindre exklusivt bolagsrättslig domstol, vilket naturligtvis medför en rad fördelar för bolag. För det första har domarna skaffat sig en gedigen kunskap inom bolagsrätten och kan fatta korrekta

⁵⁶ Ibid. s.6

⁵⁷ Hamilton s.63

⁵⁸ Ibid. s. 64

⁵⁹ Ibid s.62

beslut relativt snabbt och effektivt vilket gör att man kan hålla kostnaderna nere vid en eventuell domstolsprocess. För det andra har en mycket omfattande praxis utvecklats genom åren vilket gör att många bolagsrättsliga frågor som kan uppkomma redan finns besvarade. Detta gör att Delawares lag är mycket förutsebar och konflikter som skulle kunna uppkomma vid inkorporation i andra delstater kan ofta undvikas i Delaware.

Det mesta talar för att Delaware även i framtiden kommer vara den plats där flest bolag inkorporeras. Delaware, en stat vars budget till 15 % kommer från bolagsskatter, har allt att vinna på att fortsätta ha ett effektivt bolagsrättsligt system, och bolagen har i sin tur allt att vinna på att inkorporeras i Delaware och dra nytta av alla fördelar det ger.⁶⁰

Delawares dominerande ställning gör att de flesta amerikanska delstater modellerar sin egen bolagsrätt på vad som sker där, jag har därför valt att låta diskussionen kring framtida uppköp i USA utgå från ett Delaware-perspektiv.

5.2.1 Lagstiftning i Delaware

Delawares delstatslag, The Delaware Code, innehåller ingen utförlig reglering av styrelsens agerande vid ett uppköpsförfarande. Styrelsens uppgift anges i s.141 vari stadgas att ”*The business and affairs of every corporation [...] shall be managed [...] under the direction of a board of directors*”. Denna paragraf, som alltså anger att styrelsen i princip skall fatta beslut i alla frågor rörande bolaget, har legat till grund för den praxis som sedermera har utvecklats på området och som beskrivs nedan.

En viktig reglering infördes dock i lagen år 1988, genom s.203. Denna paragraf hindrar en aktieägare vars innehav överstiger 15 % från att skaffa ytterligare aktier i syfte att överta kontrollen över företaget. Regeln kan sättas åt sidan om: (1) målbolagets styrelse på förhand samtycker till transaktionen; (2) Budgivaren går från ett innehav understigande tröskeln på 15 % till ett innehav som överstiger 85 % vid ett och samma uppköpserbjudande; (3) 2/3 av målbolagets kvarvarande aktieägare lämnar sitt samtycke.

Denna paragraf kan ses som ett lagstadgat poison-pill-försvar och var mycket omdiskuterad vid implementeringen. Under året efter att paragrafen hade införts prövades den tre gånger i federala domstolar av budgivare som ansåg att lagstiftningen bröt mot de principer om balans mellan budgivare och aktieägare som fastställs i Williams Act. S.213 ansågs dock ej oförenlig

⁶⁰ Hamilton s.68

med Williams Act i någon av dessa.⁶¹

5.2.2 ***Praxis i Delaware***

Utgångspunkten i Delawares bolagsrättsliga praxis är att styrelsen är det ensamt beslutande bolagsorganet vad gäller alla bolagets angelägenheter med de begränsningar som stadgas genom the Business Judgment Rule. Denna term syftar på den princip som tillämpas av amerikanska domstolar och som går ut på att ett styrelsebeslut ej kan angripas om det inte kan påvisas att styrelsen på något vis har brustit i sin vårdplikt. Regelns tillämpning och vårdpliktens omfattning i Delaware sammanfattades i målet Smith v. Van Gorkom från 1985 vari domstolen uttalade.⁶²

”The business judgment rule is a presumption that in making a business decision, the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company. Thus, the party attacking a board decision as uninformed must rebut the presumption that its business judgment was an informed one.”

Ett beslut av en styrelse är således oantastligt under förutsättning att det är underbyggt av tillräcklig information samt att det av styrelsen har ansetts vara det bästa för företaget. Vidare förklaras att bevisbördan för att beslutet inte ska skyddas av Business Judgment Rule åvilar den klagande.

Detta ger i praktiken en stark presumption för att beslut fattade av styrelsen är giltiga vilken bara kan brytas av en mycket övertygande argumentation om varför styrelsen har brustit i sina skyldigheter.

I Van Gorkom fastställdes även en ytterligare princip som har varit av stor vikt för bedömningen i Delawares domstolar, nämligen den om dolt värde. I Van Gorkom ansågs målbolagets styrelse ha gjort sig skyldiga till grov vårdslöshet då de alltför lättvindigt accepterade budgivarens pridförslag. Mer specifikt kritiserade domstolen styrelsen för att de hade avstått från att ta reda på bolagets reella, inneboende värde (”intrinsic value”). Det faktum att aktieägarna faktiskt önskade sälja sina andelar och fick ett väsentligt högre belopp för dessa än marknadsvärdet spelade här ingen roll.⁶³

⁶¹ Subramanian / Herscovici / Barbetta s. 19

⁶² Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Supreme Court of Delaware)

⁶³ Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Supreme Court of Delaware)

Van Gorkom skapade således en princip som stadgade att bara styrelsen kan utröna ett bolags verkliga värde, och att en styrelse som inte visar vederbörlig noggrannhet i detta avseende kan klandras. Å andra sidan leder en tillräckligt utförd undersökning kring det verkliga värdet till att bolagets beslut kring t.ex. försvarsåtgärder tillerkänns skydd under Business Judgment Rule och blir i stort sett oangripbara.

5.2.2.1 UNOCAL och den förstärkta Business Judgment Rule

Business Judgment Rule har spelat en mycket stor roll för att klargöra hur en styrelse som ställs inför ett fientligt bud tillåts agera. Genom åren har dock i Delaware utvecklats en praxis som gjort att Business Judgment Rule, vid en uppköpsituation, ej ger styrelsen lika långtgående rättigheter som eljest.

Denna ”förstärkta” Business Judgment Rule började utvecklas genom domstolens avgörande i Unocal-målet⁶⁴ vari Mesa, en aktieägare i Unocal, lade ett fientligt bud på samtliga aktier i bolaget. Unocals styrelse bedömde budet som alltför lågt och ansåg även att ett uppköp skulle inverka menligt på bolagets fortlevnad som företag. Unocals styrelse valde därför att bemöta budet genom en försvarsåtgärd - de gick själva ut med ett erbjudande om att köpa tillbaka samtliga utestående aktier i bolaget, förutom de som redan ägdes av Mesa, till ett pris som översteg vad som erbjöds av Mesa⁶⁵.

I sin bedömning av tillåtligheten av de vidtagna åtgärderna tog domstolen sin utgångspunkt i de plikter som styrelsen anses ha gentemot sina aktieägare och sammanfattade målet i följande frågeställningar:

- 1. Utsträcker sig styrelsens vårdplikt till att skydda bolaget från på rimlig grund uppfattade försök till plundring, antingen från utomstående eller från befintliga aktieägare i bolaget?*
- 2. Har käranden (Mesa) handlat på ett sätt som rättfärdigar de av svaranden (Unocal) vidtagna åtgärderna?*
- 3. Om föregående fråga besvaras jakande, har de av Unocals styrelse vidtagna åtgärderna skett i syfte att försvara bolaget från sådant handlande som där avses?*
- 4. Om försvarsåtgärderna ej bedöms som otillåtliga i sig, kan Unocals styrelse anses ha handlat i syfte att värna bolagets bästa?*

⁶⁴ Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., Del. Supr., 493 A.2d 946 (1985)

⁶⁵ Den här använda försvarsmekanismen förbjöds senare på federal nivå genom ett tillägg i The Williams Act (pt 14 d-10 som förbjuder selektiva återköp av aktier. Unocal-doktrinen tillämpas emellertid alltjämt.

Mesa förfäktade här ståndpunkten att användandet av försvarsåtgärder innebar ett brott mot styrelsens (enligt dem) allt överskuggande plikt; lojalitetsplikten. Enligt Mesas resonemang utgjordes ett bolag i princip av sina aktieägare⁶⁶, varför en från styrelsens håll egenmäktigt utförd försvarsåtgärd innebar ett brott mot åtminstone p. 4 i frågeställningarna ovan.

Domstolen tog ett viktigt ställningstagande i sitt besvarande av fråga 1 där det fastslogs att en styrelse hade rätt och även skyldighet att spela en aktiv roll i ett fall som det här förevarande. Denna ståndpunkt grundades i att det i Delawares bolagslag⁶⁷ anges att en styrelses främsta uppgift är att handha bolagets *"business and affairs"*. Att begära att en styrelse skulle avstå från åtgärder mot ett offentligt uppköpserbudande, oavsett hur otillräckligt det var, förklarades vara orimligt. Vidare förklarade domstolen att styrelsen dessutom kunde anses *skyldiga* att vidta försvarsåtgärder mot otillräckliga uppköpserbudanden - detta mot bakgrund av den vård- och lojalitetsplikt som de hade gentemot bolaget.

Domstolen följde detta med ett resonemang om att en strikt tillämpning av Business Judgment Rule, där styrelsen presumerades handla i bolagets intresse med bevisbördan för motsatsen placerad på budgivaren, var olämplig vid offentliga uppköpserbudanden. En sådan tillämpning skulle i praktiken göra styrelsen *"skottsäker"*, med makt att med all kraft motarbeta även för aktieägarna gynnsamma bud. Det ansågs dock inte heller lämpligt att vid bedömningen av en försvarsåtgärd, som MESA föreslog, utgå från att den beslutande styrelsen agerade helt utifrån egna, själviska intressen och avkräva dem bevisning för motsatsen.

Detta dilemma löstes av domstolen genom att en medelväg utarbetades vari Business Judgment Rule förstärktes med ytterligare två rekvisit att uppfylla för att göra en försvarsåtgärd oangripbar:

1. *Styrelsen måste, efter analys av det fientliga budet och de följder det skulle ha för bolaget, ha uppfattat vad som rimligen kunde uppfattas som ett reellt hot mot bolaget som helhet.*
2. *Den utnyttjade försvarsåtgärden måste vara proportionerlig i relation till det uppfattade hotet.*

⁶⁶ Jfr. Friedman

⁶⁷ S. 141. A, Delaware General Corporation Law

Dessa båda rekvisit kom sedermera att gå under namnet Unocal-testet, och har därefter använts kontinuerligt i praxis för att klargöra om en vidtagen försvarsåtgärd skall skyddas under Business Judgment Rule.

5.2.2.2 Unitrin

Unocaltestet förstärktes genom domstolens avgörande i *Unitrin*⁶⁸ vari proportionerlighetsrekvisitet förtydligades genom att det klargjordes att en åtgärd aldrig kan ses som proportionerlig om den är otillbörligt tvingande mot aktieägarna.

Vidare förklarades att om domstolen bedömer att en försvarsåtgärd inte kan godkännas enligt Unocaltestet det ändå finns utrymme för att godkänna den om den kan anses uppfylla ett krav på ”intrinsic fairness” (”reell rimlighet”). I praktiken innebär detta alltså att en otillbörlig försvarsåtgärd i efterhand godkänns då det skulle vara orimligt att underkänna den.

Det förefaller dock svårt att se hur en försvarsåtgärd som inte uppfyller Unocaltestets rekvisit nr. 2 skulle kunna leda till en situation som av domstolen bedömdes på detta sätt.

5.2.2.3 Moran / Household

Poison pill-försvarets principiella tillåtlighet i Delaware fastslogs genom domstolens avgörande i *Moran*⁶⁹. Den åtgärd som prövades här var Morans poison pill-försvar, bestående i att aktieägare gavs rätt att efter ett uppköp återköpa aktier från förvärvaren till halva priset. Motgiftet till detta piller var att den sittande styrelsen i sin tur gavs rätt att återköpa dessa optioner från aktieägarna till ett mycket lågt pris. En presumtiv budgivare tvingades alltså förhandla med styrelsen om att återköpa aktierna för att inte se sitt aktieinnehav rinna ur händerna omedelbart efter ett uppköp.

Domstolen slog här fast att styrelsen har rätt att implementera ett poison pill-försvar utan att inhämta aktieägarnas samtycke. Valet att *inte* återlösa optionerna vid ett fientligt bud sågs dock som en försvarsåtgärd i sig och skulle således uppfylla de krav som uppställts i Unocaltestet.

⁶⁸ Unitrin, Inc. v. American General Corp., Del. Supr., 651 A.2d 1361 (Del 1995)

⁶⁹ Moran v. Household International, Inc., Del. Ch., 490 A.2d 1059 (1985)

5.2.2.4 *Revlon Duties*

Delaware fortsatte att utveckla Business Judgment Rule genom sitt avgörande i *Revlon*⁷⁰. I detta fall hade Pantry Pride lagt ett fientligt bud på Revlon. Styrelsen insåg snart att en försäljning var oundviklig och beslöt därför att istället försöka sälja till en White Knight (Forstmann). För att Forstmans bud skulle gå igenom använde man sig här av ett lock-up försvar vari Forstman tilldelades optioner att köpa ”kronjuveler” i Revlon till mycket låga priser. Detta gjorde att Pantry Pride drog tillbaka sitt bud (som var väsentligt högre än Forstmans).

Detta försvar underkändes av domstolen som här uttalade att styrelsen, då de började förhandla med Forstman som White knight, implicit medgav att bolaget var till salu. Därmed ansåg domstolen att Revlons styrelse ej längre kunde utöva Business Judgment Rule för att välja den ena eller andra budgivaren, detta då BJR handlar om bolagets ”business and affairs” och således förutsätter ett fortlevande bolag. I en situation som i fallet Revlon skiftar styrelsens plikter istället till det som har fått namnet Revlon Duties, nämligen att anta rollen som auktionsförrättare och säkerställa att aktieägarna får ett så högt pris som möjligt för sina aktier.

5.2.2.5 *Paramountfallen*

Revlonplikterna definierades ytterligare i och med två fall som båda hade mediamogulen Paramount som part.

I det första av dessa *Paramount I*⁷¹ offentliggjorde Paramount ett uppköpserbudande gällande aktierna i Time. Time förklarade att det erbjudna priset måste anses otillräckligt, detta då man just stod i begrepp att gå samman med Warner vilket man antog skulle leda till synergieffekter som drastiskt skulle öka värdet på bolaget. För att förhindra att Paramounts erbjudande gick igenom valde man att omstrukturera fusionen med Warner till ett offentligt uppköpserbudande vari Time skulle köpa upp Warner med en kombination av pengar och Time-aktier.

Paramount reagerade genom att kräva prövning av fallet i Delawares domstol. Paramounts argumentation byggde på det faktum att Warners aktieägare, om det av Time föreslagna

⁷⁰ *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* 506 A.2d 173 (Del. 1986)

⁷¹ *Paramount Communications v. Time, Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

uppköpserbudandet, skulle äga, 62 % av det slutliga bolaget. Detta, hävdade man, var att jämföra med en försäljning av bolaget varför Revlon-plikterna skulle tillämpas och avkräva Times styrelse plikten att maximera aktieägarnas kortsiktiga vinst genom att välja det finansiellt bästa budet.

I sin bedömning av ärendet började domstolen med att fastställa att Revlonplikterna kan bli tillämpliga i två olika situationer:

- 1. Då ett bolag själva igångsätter en process som syftar till en försäljning eller någon form av omorganisering vars egentliga effekt är en splittring av bolaget.*
- 2. Då ett bolag, som svar på ett fjentligt bud, överger sin långsiktiga strategi och utför en annan transaktion, vars egentliga resultat är att bolaget splittras.*

Domstolen slog här fast att Times handlande inte kunde anses vara att jämföra med en försäljning och att inte heller en långsiktig plan kunde anses ha övergivits, då planerna på ett sammangående med Warner hade funnits sedan länge. Revlonplikterna ansågs således ej tillämpliga och Times handlande bedömdes som en försvarsåtgärd under Unocal. Som sådan ansågs åtgärden vara rimlig i förhållande till det uppfattade hotet och det poängterades även att Paramount inte kunde anses ha berövats sin möjlighet att förvärva Time då detta kunde uppnås genom ett uppköp av det nybildade Time/Warner.

Några år senare fann sig Paramount stå på den motsatta sidan i ett likartat fall (Paramount II)⁷². Paramounts styrelse hade här ingått avtal om att fusioneras med Viacom och för att möjliggöra affären hade bolagets poison pills dragits tillbaka, dessutom implementerades skyddsåtgärder i form av ”lock-up provisions”⁷³ vilka skulle hindra Paramounts aktieägare från att söka alternativa bud.

Efter att det förestående uppköpet hade offentliggjorts dök ett uppköpserbudande upp från QVC Network, inc. vilket översteg Viacoms bud med 14,3%. När detta bud avvisades av Paramounts ledning vände sig QVC direkt till aktieägarna med ett offentligt uppköpserbudande, samt krävde att lock-up skyddet skulle åsidosättas.

Domstolen fann här att Paramounts handlande föll in under den första punkten i Paramount I-testet ovan. Då man hade gått med på att sälja bolaget till Viacom hade man i praktiken gjort bolaget till salu, man hade därmed en plikt gentemot sina aktieägare att modifiera avtalet med

⁷² Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34 (1994).

⁷³ Termen syftar på optioner att köpa aktier som ges till en blivande köpare i syfte att ”låsa” målbolaget i position genom att hindra dem att sälja andelar

Viacom och välja den budgivare som kunde erbjuda det högsta priset.

Fallet särskildes från Paramount I genom att i det första fallet kontrollen över Time, både före och efter det genomförda uppköpet, låg hos Times aktieägare. Vid överlåtelsen av Paramount till Viacom skulle kontrollen över Paramount övergå till de kontrollerande aktieägarna i Viacom.

Sammanfattningsvis innebar domen i Paramount II att Revlonplikterna skall aktualiseras då en förberedd försäljning skulle medföra att kontrollen över målbolaget övergår till budbolaget.

5.2.2.6 Sarbanes Oxley och Blasius-doktrinen

Under de första åren av 2000-talet skakades USA av en serie redovisningsskandaler där bolag som Enron, Worldcom och Tyco gick under med mångmiljardförluster för investerarna som följd.

Till följd av dessa skandaler implementerades under 2002 the Sarbanes-Oxley Act, en federal lagstiftning vari etablerades nya standarder för företagsledning och nya och striktare mått för bolagsledningens ansvar för sitt handlande.

Sarbanes-Oxley tycks ha haft ett väsentligt större inflytande på det bolagsrättsliga klimatet än vad som framgår av dess paragrafer. Det har uttalats att Delawares domstolar, sedan Sarbanes-Oxley introducerades, har tenderat att ge styrelsen mindre och mindre frihet under Business Judgment Rule⁷⁴. En utveckling som kan anses peka i denna riktning är att Unocal-testet ytterligare har justerats då den jämgamla *Blasius-doktrinen*, genom avgörandet i *Liquid Audio*, införlivades i testet.

I fallet Blasius⁷⁵ fick styrelsen i bolaget Atlas signaler om att Blasius ämnade försöka tillsätta egna styrelsemedlemmar för att öka sitt inflytande i bolaget. För att stoppa detta utökade Atlasstyrelsen antalet platser i styrelsen och tillsatte vakanserna med egenhändigt utvalda ledamöter i syfte att förhindra att Blasius fick tillräckligt inflytande över styrelsen för att genomföra vad Atlasstyrelsen såg som illa genomtänkta planer. Det rörde sig således inte här om ett försök till fientligt övertagande från Blasius sida utan bara ett försök att få mer inflytande över styrelsens arbete.

Domstolen valde här att gå till starkt försvar för aktieägarnas rätt att välja styrelse och

⁷⁴ Subramanian s.681

⁷⁵ Blasius Indus. V. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).

förklarade att mycket höga krav på rimlighet (*"compelling justification"*) måste ställas på en styrelseåtgärd som innebär att aktieägarnas rättigheter på detta sätt inskränks och att bevisbördan i denna del måste åvila styrelsen. I dessa fall kan alltså domstolen anse att styrelsen brustit i sina plikter trots att handlandet kan anses uppfylla Business Judgment Rule.

I Liquid Audio-fallet⁷⁶ var omständigheterna liknande, den stora skillnaden var dock att det här rörde sig om ett försök att tillskansa sig full kontroll över styrelsen för att på så sätt kunna ta över bolaget. Liquid Audios styrelse bemötte detta handlande på samma sätt som Atlas hade gjort, genom att utöka antalet platser i styrelsen och tillsätta dessa

Då styrelsen här hade handlat i syfte att avstyra ett fientligt övertagande av bolaget var deras åtgärder att se som sådana försvarsåtgärder som skulle bedömas under Unocaldoktrinen, således skulle de ses som tillåtliga under förutsättning att de hade vidtagits som resultat av ett uppfattat hot mot bolaget samt stod i rimlig proportion till hotet.

Domstolen fastslog emellertid att doktrinerna Unocal och Blasius inte var ömsesidigt uteslutande och att en försvarsåtgärd som medförde inskränkningar i aktieägarnas förmåga att tillsätta styrelsen skulle uppfylla även det krav på *"compelling justification"* som uppställs i det senare fallet.⁷⁷

Liquid Audio-avgörandet kan uppfattas som att domstolen, till viss del, har börjat tillmäta aktieägarintressen allt större vikt, detta till den grad att den kan åsidosätta Business Judgment Rule och istället göra en egen bedömning av det enskilda fallet. Det har från flera håll hävdats att avgörandet i Liquid Audio är en direkt följd av implementeringen av Sarbanes Oxley och dess mindre förlåtande syn på styrelser och deras åtgärder. Om domstolarna väljer att fortsätta på denna linje kan det innebära att Unocal och Business Judgment Rule i framtiden ej längre kommer att vara de förhärskande doktrinerna för att bedöma en styrelses handlande.⁷⁸ Om så är fallet kan Delawares s.203 få större betydelse än den tidigare haft vilket kan komma att återuppväcka den gamla diskussionen från 1988 om dess kompatibilitet med federal lagstiftning.⁷⁹

⁷⁶ MM Cos. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d 1118 (Del. 2003).

⁷⁷ Tumas, Reilly s.7

⁷⁸ Subramanian s.682

⁷⁹ Subramanian, Herscovici, Barbetta, s.24

6. Diskussion

Som belysts ovan kan man i USA respektive Sverige observera två i grunden olika system för hur en bolagsstyrelse förväntas agera då deras företag blir föremål för ett offentligt uppköpserbjudande. Denna skillnad består av två grundläggande olikheter. För det första metoden för reglering av takeoverförfarandet och för det andra synen på styrelsens rätt att vidta försvarsåtgärder.

6.1 Metod för reglering av takeoverförfarandet

I USA styrs takeoverförfarandet till större delen av federala lagar och rättspraxis. Budbolagets agerande regleras i The Williams Act där en rad krav ställs på utformningen av, innehållet i, och informationsspridningen runt ett offentligt uppköpserbjudande. Målbolagets styrelse, å sin sida, kan utläsa vilken möjlighet den har till åtgärder i följd av budet genom att studera den rättspraxis som har utvecklats av Delawares domstolar. Om budbolaget anser att målbolagsstyrelsen har motarbetat budet på ett sätt som gått utanför deras befogenheter, kan de väcka talan hos Delaware Court of Chancery och hemställa att målbolagsstyrelsen skall åläggas slopa försvarsåtgärderna.

I Sverige är systemet från grunden uppbyggt på ett annat sätt. Trots att systemet nu har fått en förankring i lagstiftning genom LUA, bygger det från början på självreglering genom de av NBK utgivna Takeover-reglerna och AMN:s uttalanden. Om budbolaget i detta system har några betänkligheter kring målbolagets agerande, begär det ett uttalande från AMN gällande åtgärdernas tillåtlighet.

Kring detta kan man ha en rad synpunkter;

För det första, i det svenska systemet kommer ärendena till ett avgörande på mycket kort tid jämfört med Delawares domstolar. AMN har här som uttalad strävan att hålla handläggningstiden nere. Under 2009 meddelade nämnden, i *"så gott som samtliga"* ärenden, sitt beslut samma dag eller dagen efter det att den slutgiltiga framställningen lämnades. I resterande fall var handläggningstiderna endast i undantagsfall längre än en vecka.⁸⁰ Tack vare att besluten meddelas så omgående kan AMN vägleda ett bolags beslut i realtid, dvs.

⁸⁰ Aktiemarknadsnämndens verksamhetsberättelse 2009 s.5

bolaget kommer in med en förfrågan om vissa åtgärders tillåtlighet och AMN svarar omedelbart huruvida de kan fortsätta tillämpas eller måste slopas.

I Delaware blir frågan ett domstolsärende och kan ta flera månader i anspråk, trots att Delawares domstolar jämfört med andra stater har en mycket effektiv handläggning i bolagsrättsliga frågor.⁸¹

Vidare har Sveriges system en väsentligt mindre grad av inblandning från jurister än Delaware. Aktiemarknadsnämnden har i och för sig ett antal advokater i sina ranker och leds av ett f.d. justitieråd, men majoriteten av dess ledamöter är direktörer, börschefer och liknande. Då dessa avgör de ärenden som är för handen använder de sig av NBK:s takeover-regler, vilka även dessa är utarbetade av företrädare för näringslivet. Regelsystemets starka kontakt med marknaden samt det faktum att AMN:s uttalande inte är direkt prejudicerande gör att rättstillämpningen kan hållas flexibel och anpassas efter förändringar i marknadsklimatet.

Genom att AMN har möjlighet att ta upp fall till prövning ex officio har de möjlighet att aktivt gå in och styra rättstillämpningen i den riktning de önskar – det förtjänar dock att påpekas att nämnden ej har utnyttjat denna möjlighet såvitt gäller försvarsåtgärder, trots att det i *Sandvik* uttalades att detta skulle ske.

Rättstillämpningen i Delawares domstolar är härvid mer reaktiv, domstolen har således ej möjlighet att, som AMN, på eget initiativ styra rättstillämpningen utan kan bara göra detta genom att svara på de frågor som blir aktuella i rättsprocesserna.⁸²

Förutom flexibilitet leder det mindre legaliserade systemet i Europa till väsentligt lägre kostnader för parterna i uppköpsförfarandet. Inte bara för att man sparar tid, utan även för att en domstolsprocess är en mycket dyr form av tvistlösning där advokatkostnaderna ofta uppgår till mycket höga belopp. I Sverige kan en uppkommen tvist vid ett takeoverförfarande ofta lösas genom en enkel telefonkonsultation med AMN:s kansli. En sådan konsultation är betydligt mindre kostsam än att hyra in en stab Delaware-advokater, och kan till och med vara gratis vid enklare frågeställningar.

Å andra sidan finns det naturligtvis en poäng med ett mindre flexibelt system som det i Delaware. För det första blir rättssystemet mer förutsebart då avgöranden från Delaware

⁸¹ Armor & Skeel I s. 1743

⁸² Armor & Skeel I s. 1744.

Court of Chancery blir prejudicerande och domstolen är noga med att lägga sig nära sina tidigare domar. Skulle en ny rättsfråga dyka upp extrapolerar de fram ett svar ur i praxis framlagda principer snarare än att föra ett helt nytt resonemang (se t.ex. Revlon jämfört med Unocal, ovan 5.2.2).

För det andra finns en poäng även i den jämfört med Sverige långsamma handläggningen. I och med att rättegångar hålls tillåts vardera sidan omsorgsfullt lägga fram sin inställning. Därigenom får domstolen ett mycket omfattande material att forma sin uppfattning efter. Detta utmynnar i mycket ingående och väl formulerade domar där domstolen nogsam redogör för omständigheterna i fallet och metodiskt arbetar sig fram till och motiverar sin slutsats. Detta gör att en dom från Court of Chancery ger ett väsentligt mindre utrymme för feltolkningar än AMN:s förhållandevis mycket korthuggna avgöranden.

6.2 Synen på försvarsåtgärder

Den viktigaste skillnaden mellan Sverige och USA är emellertid inte själva rättstillämpningen utan de underliggande principer som respektive rättssystem utgår ifrån och som i korthet kan sammanfattas;

- USA: Styrelsen sköter bolagets affärer och har således mandat att genomföra försvarsåtgärder efter eget gottfinnande.
- Sverige: Styrelsen skall vid ett offentligt uppköpserbjudande förhålla sig passiva - beslutet om huruvida budet skall accepteras eller förkastas och bekämpas ligger hos aktieägarna.

Vi har förvisso i de ovan beskrivna fallen från Delaware Chancery Court kunnat observera hur Delaware genom åren mer och mer har beskurit styrelsens suveränitet och genom fall som Revlon och Paramount II (och möjligen genom implementeringen av Sarbanes Oxley) har börjat ta allt större direkt hänsyn till aktieägarnas intressen.

Vi har förvisso också, i fallen från AMN, sett hur de svenska bolagsstyrelserna kunnat vidta åtgärder som verkat störande på ett uppköpsförfarande, utan att anses bryta mot sin passivitetsplikt enl. LUA 5:1.

Det tycks således föreligga en ömsesidig dragning mot mitten från de båda rättssystemen. Denna bör dock inte överdrivas i alltför hög grad. AMN:s positiva hållning till de försvarsåtgärder som prövats beror ju på att dessa har varit av sådan karaktär att de inte utan prövning kunnat tas för förbjudna. Ett stort antal av de försvarsåtgärder som eljest skulle vara

möjliga är tveklöst förbjudna enl. LUA 5:1 (och tidigare genom Takeover-reglerna) varför ingen målbolagsstyrelse kommer på tanken att vidta dessa. Delawaredomstolen, å sin sida, håller fast vid den grundprincip som stadgades i Unocal och de inskränkningar som har gjorts har inte påverkat styrelsens principiella rätt att vidta försvarsåtgärder.

Vid en analys av de båda systemens förtjänster och nackdelar måste man därför ta hänsyn till frågan om styrelsens rätt till försvarsåtgärder vid ett offentligt uppköpserbudande. Denna fråga aktualiserar ett flertal frågeställningar vilka berörs nedan:

6.2.1 Teorin om effektiva marknader

En effektiv marknad är ett företagsekonomiskt begrepp som betecknar en marknad som på ett fullständigt och korrekt sätt avspeglar all tillgänglig information vid värderingen av olika tillgångar (t.ex. aktier el. optioner). Det är därmed omöjligt att, annat än genom tur, göra vinster på en effektiv marknad genom att använda allmänt tillgänglig information.⁸³

Om man överför denna teori till en fientlig uppköpssituation innebär det att marknadspriset på ett bolags aktier alltid är fullständigt korrekt värderat baserat på den information som finns på marknaden. Om styrelsen i detta läge anser att bolagets verkliga värde är högre än det bud som givits kan de välja att offentliggöra den information som de baserar denna uppfattning på. Då marknaden är fullständigt effektiv kommer detta att leda till att marknadspriset på andelarna går upp, vilket gör att det offentliga erbjudandet blir oattraktivt för aktieägarna som därmed förkastar det. Med detta resonemang blir försvarsåtgärder alltså ett fullständigt onödigt instrument ur aktieägarnas perspektiv, så länge all information är offentliggjord kommer bolaget att ha rätt marknadsvärde och ett bud som överstiger detta bör antas. En försvarsåtgärd från styrelsens sida blir här ofrånkomligen otillbörlig.

För att kunna motivera försvarsåtgärder måste man således utgå från att marknaden är ineffektiv, att bolaget kan ha ett dolt värde, ett värde som bara är känt av styrelsen. Detta dolda värde måste emellertid inte bara vara okänt för aktieägare och budgivare, det måste dessutom vara *omöjligt för aktieägarna att känna till*, omöjligt att förmedla till dem.

Att Delawaredomstolarna verkligen anser att så är fallet fastslogs i Van Gorkom, där målbolagets styrelse tilläts och förpliktades att basera sina beslut i takeover-frågor på bolagets ”inneboende” värde (se ovan 5.2.2). Denna ordning får stöd från akademiskt håll av

⁸³ Hagin s.11

exempelvis Stout som i sin undersökning fastslår att ett synsätt utifrån teorin om effektiva marknader gör att aktier undervärderas.⁸⁴

6.2.2 Uppköpens disciplinerande funktion

Från akademiskt håll har kritiska röster hörts mot Delawares positiva syn på försvarsåtgärder. Framstående forskare som professorerna Gilson, Bebchuk, och parhästarna Armor & Skeel har argumenterat för att offentliga uppköpserbjudanden fyller en viktig samhällsfunktion i det att de utgör en välbehövlig kontroll av bolagsstyrelsers prestation och håller således det europeiska systemet med passiva styrelser för överlägset.

Genom att utgå från en teori om en effektiv marknad argumenteras för att ineffektiva styrelser oundvikligen kommer att leda till att marknadsvärdet på andelarna sjunker, detta kommer att leda till att bolagen köps upp i offentliga uppköpserbjudanden varefter styrelserna byts ut mot nya och skickligare dito. Förutom den rotation av styrelser som på detta sätt uppstår så får de sittande styrelserna, genom det ständigt överhängande hotet om uppköp, starka incitament att prestera så goda resultat som möjligt, vilket torde gynna såväl aktieägarna som företaget som helhet. Dessutom antas detta leda till att aktieägarnas förtroende för styrelsen ökar vilket underlättar styrelsens arbete i övriga frågor.⁸⁵

Detta har även visst stöd i empiriska undersökningar, t.ex. Nuttall som i en studie av 643 brittiska bolag kunde konstatera att ett hot om uppköp typiskt sett följdes av en period med ökad produktivitet, större utdelningar, och större kontroll över bolagets investeringar – studiens resultat togs till intäkt för att en miljö där fientliga uppköp är möjliga leder till mer disciplinerade bolagsledningar som fäster större vikt vid aktieägarnas intressen⁸⁶.

Att ge styrelsen rätt att själva besluta om försvarsåtgärder tar till stor del bort dessa incitament genom att även en oskicklig styrelse ges tillgång till medel bakom vilka de kan förskansa sig och stanna vid makten. Av Bebchuk åberopade studier pekar också på ett möjligt samband mellan en tillåtande inställning till styrelsens förmåga att bekämpa fientliga bud och sämre styrelseprestationer, lägre vinstmarginaler, lägre försäljningsvolymen och ett generellt lägre bolagsvärde.⁸⁷

Förespråkarna för försvarsåtgärder ifrågasätter å sin sida påståendet att en regel om passiva

⁸⁴ Stout s. 2

⁸⁵ Gilson I s. 848

⁸⁶ Nuttall s. 30

⁸⁷ Bebchuk I. s. 7

styrelser säkerställer högpresterande dito. Istället hävdas att en sådan regel skulle leda till att styrelserna skulle präglas av kortsiktighet i sitt handlande då man hela tiden måste hålla sitt marknadsvärde uppe för att inte bli avsatta vid ett uppköpsförfarande. Detta försvårar investeringar, forskning och utveckling, strategisk planering, och andra företeelser som på lång sikt kan medföra större vinst än kortsiktig värdeskapande.⁸⁸ Man kan också tänka sig att regler om styrelsepassivitet vid uppköpserbudanden kan leda till alltför riskaverta styrelser - om styrelsen upplever att bolaget löper risk att bli uppköpt så snart dess marknadsvärde sjunker kan detta leda till att de konsekvent undviker affärsrisker, oavsett vilka värdeökningar dessa skulle kunna medföra

Vidare påpekar Lipton att hans motiv för att skapa poison pill-försvaret ingalunda var att styrelser otillbörligen skulle kunna hålla kontrollen över sitt bolag utan istället att stabila bolag inte skulle tvingas sälja till oönskade budgivare, till men för aktieägarna. Detta stöds av en historisk tillbakablick till tiden strax för poison pill-försvarets intåg, då corporate raiders härjade på marknaden och köpte upp företag genom Saturday night specials och aktieägare i princip tvingades sälja sina andelar.⁸⁹ Detta ledde till en ohållbar situation vari företag tvangs arbeta på en marknad där det ständigt var ”till salu” och närsomhelst kunde tvingas se sig uppköpta. Lipton hävdar att möjligheten att använda försvarsåtgärder till stor del gjorde att man kunde lämna denna situation bakom sig och att inskränkningar av styrelsens möjlighet att implementera åtgärderna med stor sannolikhet skulle leda till att corporate raiders återigen skulle bli en dominerande faktor på takeover-marknaden.⁹⁰

6.2.3 Kortsiktighet

Ett vanligt förekommande argument för försvarsåtgärderna gäller åsikten att ett företag inte enbart existerar i syfte att bereda aktieägarna kortsiktiga vinster och att det är kontraproduktivt att ha regler som utgår från att så är fallet.

För det första ifrågasätts kortsiktigheten i systemet. Regler som förordar en passiv styrelse riskerar att leda till en situation där aktieägarna förleds avyttra sina andelar för ett litet prispremium, varigenom de går miste om den värdeökning som aktierna kan genomgå över tid. Som exempel visar Lipton på den amerikanska värdepappersmarknaden varpå en aktie i genomsnitt ökade 1000 % i värde 1980-talet och 2000-talet, en aktieägare som sålde sina

⁸⁸ Lipton, s .23

⁸⁹ Se ovan 5.5.1

⁹⁰ Lipton s.23

andelar på 1980-talet för en kortsiktig vinst har således gått miste om denna värdeökning.⁹¹ En annan möjlig situation är den som uppstod under IT – bubblan 1999, där strävan efter kortsiktiga vinster kunde leda till att livskraftiga bolag fick se sig uppköpta av starkt övervärderade IT-företag vars undergång väntade runt hörnet.⁹²

Dessa överväganden har även använts av Delawaredomstolarna själva i syfte att motivera de långtgående friheter som styrelsen har givits i en uppköpssituation. Vid flera tillfällen har avvägningar gjorts mellan kortsiktiga vinster och möjliga långsiktiga värdeökningar. Som exempel kan nämnas Paramount I⁹³ vari domstolen uttalar att *"...[the corporation] is not obliged to abandon a deliberately conceived corporate plan for a short-term shareholder profit unless there is clearly no basis to sustain the corporate strategy"*

6.2.4 Andra intressenter

Ett annat argument som har framförts av företrädare för försvarsåtgärderna kan knytas till idén om Corporate social responsibility och framför ståndpunkten att det vid bolagsbeslut finns andra intressen än enbart aktieägarnas att ta ställning till. Ett företagsuppköp kan nämligen få följder för betydligt fler grupper än de aktieägare som avyttrar sina aktier, som exempel på sådana grupper kan nämnas t.ex. målbolagets arbetstagare, långgivare, verksamhetsort m.fl. Av denna anledning måste man vid så övergripande beslut som kring hur ett uppköpserbjudande skall hanteras anlägga ett brett synsätt för att tillgodose samtliga intressen så långt som det är möjligt.⁹⁴

Det bör nämnas att CSR-synsättet i sig är långtifrån okontroversiellt. Nobelpristagaren Milton Friedman skrev t.ex. år 1970 en inflytelserik artikel vars budskap framgick av dess titel: *"The social responsibility of a business is to increase it's profits"*. I denna artikel beskrivs hur värdemaximering som huvudsyfte för ett bolag är en grundläggande princip inom bolagsteori varför aktieägarnas vinster skall vara det enda intresset som skall tillmätas betydelse.⁹⁵

CSR-tänkandet har till viss mån slagit igenom vad gäller tillämpningen av försvarsåtgärder i Delaware. Den första gången en möjlighet uttryckligen gavs att ta hänsyn till andra intressen

⁹¹ Lipton s.34

⁹² Ibid.

⁹³ Se ovan 5.2.2.5

⁹⁴ Lipton s.10

⁹⁵ Friedman s. 3

än aktieägarnas vid beslut om försvarsåtgärd var i Unocalfallet vari domstolen förklarade att styrelsens har förpliktelser inte bara mot aktieägarna utan även mot bolaget som helhet(vilket antydde att motstående intressen kunde föreligga mellan dessa). Senare i domskälen fastslogs också uttryckligen att man vid beslut om försvarsåtgärder skulle ta hänsyn till *“the impact of the bid on ‘constituencies’ other than shareholders (i.e. creditors, customers, employees, and perhaps even the community)”*⁹⁶

I Sverige har hänsyn tagits till en viktig intressegrupp i bolaget genom att de anställda har beretts inflytande över styrelsearbetet i Lag (1987:1245) om styrelserepresentation för de anställda (LSP). Denna lag stadgar att de anställda i en organisation har rätt att tillsätta två styrelseledamöter för det fall organisationen har fler än 25 anställda, och tre ledamöter om antalet anställda överstiger 1.000⁹⁷. Ur ett Takeover-perspektiv är det intressant och möjligen en smula motsägelsefullt att Sverige, som i LUA i princip ger aktieägarna makten över uppköpsförfarandet, i en annan lag (LSP) på detta sätt har vinnlagt sig om att ge andra intressegrupper än aktieägarna makt över hur bolaget styrs.

6.2.5 Agency-problemet

En synpunkt som brukar framhållas av förespråkarna för en passiv styrelse är agency-problematiken. Detta begrepp syftar på situationen där en uppdragsgivare (här aktieägarna) och en uppdragstagare (här styrelseledamöterna) har intressen som står i konflikt med varandra⁹⁸.

Vid en uppköpsituation blir denna intressekonflikt högst påtaglig. Aktieägarna har här intresse av att deras investering i målbolaget skall medföra en så hög värdemaximering som möjligt. Ett bud med ett tillräckligt högt prispremium kan således vara högst intressant för dem. Bolagets styrelse har i sin tur andra intressen, t.ex. en önskan att behålla jobbet, vilka riskerar komma i konflikt med aktieägarnas intressen.⁹⁹

När ett bolag lämnar ett offentligt uppköpserbjudande erbjuder det ett högre pris än marknadspriset, således anser de att de vid ett uppköp skulle kunna få ut ett högre värde ur målbolaget än vad marknaden i nuläget åsätter det. Detta kan bero på att man förväntar sig

⁹⁶ Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., Del. Supr., 493 A.2d 946 (1985)

⁹⁷ LSP 4§

⁹⁸ Berk/De Marzo s.908

⁹⁹ Gilson I s 848

synergieffekter vid ett uppköp eller att målbolaget har materiella eller immateriella tillgångar som man önskar komma över. Det kan emellertid också bero på att man anser att bolaget i dagsläget ej ger de vinster som det skulle kunna ge under en mer effektiv ledning. Vidare är offentliga uppköpserbjudanden ofta en följd av strandade förhandlingar mellan budbolagets och målbolagets styrelser varför budbolaget kan förväntas vara relativt fientligt inställda till den sittande styrelsen. Således är det synnerligen troligt att ett målbolags styrelse, efter ett lyckosamt offentligt uppköpsförfarande, kommer att bytas ut. Detta ger styrelsen starka incitament att sätta in försvarsåtgärder för att inte fråntas sitt uppdrag (och de inkomster som uppdraget innebär för styrelseledamöterna). En styrelse som på detta sätt klamrar sig fast vid makten kan innebära värdeförluster för aktieägarna.¹⁰⁰

Ett offentligt uppköpserbjudande är ett bud vari målbolagets aktieägare ges möjlighet att avyttra sina andelar till ett pris överstigande marknadsvärdet (det värde som är företagets reella värde om man ej ansluter sig till teorin att ett företag kan ha ett särskilt ”inneboende” värde som bara styrelsen känner till). När styrelsen självsvåldigt sätter in försvarsåtgärder går aktieägarna miste om denna möjlighet, en möjlighet som enligt försvarsåtgärdernas motståndare borde vara en oavhändig rättighet.¹⁰¹

Styrelser som försvarar målbolaget mot uppköp kan således innebära ekonomiska förluster för aktieägare. Gilson anför emellertid att skadeverkningarna av åtgärderna inte begränsas till aktieägarna utan kan få följder på börsen i stort och, i förlängningen, på samhällsekonomin. Om styrelserna tillåts att godtyckligt vidta försvarsåtgärder kommer detta att leda till kostnaderna för offentliga uppköpsförfaranden ökar och möjligheten att genomföra lyckosamma uppköp minskar. Detta kommer på sikt att leda till att allt färre uppköp genomförs vilket i sin tur kommer leda till att styrelserna blir allt ineffektivare då den piska som hotet av uppköp utgör försvagas.¹⁰²

Från Liptons läger har detta argument bemötts med att åtgärderna har rakt motsatt verkan. Genom att budbolagen är medvetna om att ett fientligt bud kan mötas av försvarsåtgärder tvingas de till dialog med målbolagets styrelse. Härvid kan man förhandla fram ett betydligt fördelaktigare bud än vad som annars skulle vara fallet¹⁰³. Detta får stöd av exempelvis Comment & Schwert som i en studie av företagsförvärv i USA 1984-1991 fann att

¹⁰⁰ Bebchuk s. 719

¹⁰¹ Easterbrook / Fischel, s.1161

¹⁰² Easterbrook / Fischel, s.1177

¹⁰³ Lipton s.27

budpremierna blev avsevärt högre då målbolaget hade ett poison pill-försvar jämfört med när så inte var fallet¹⁰⁴.

Vad gäller det samhällsekonomiska perspektivet anför Lipton att försvarsåtgärderna inte utövar någon negativ åverkan på takeover-marknaden. Detta anser han bevisat genom att antalet företagsuppköp på den av honom studerade Delaware-marknaden, har ökat sedan hans uppfinning, det poison pill-försvar som sedan dess blivit den där mest använda försvarsåtgärden, accepterades genom avgörandet i *Household/Moran* 1985.^{105 106}

6.3 Svenskt perspektiv

Ovan 5.2 har beskrivits hur principen om styrelsens mandat att besluta om försvarsåtgärder utvecklades i USA genom att de olika staterna tävlade med varandra om att ha de mest gynnsamma bolagsrättsliga reglerna i syfte att locka så många bolag som möjligt. I Sverige har den princip om styrelsepassivitet i uppköpsituationer som fastslås i LUA och Takeoverdirektivet länge varit rådande genom att samma regler funnits i NBK:s takeover-regler. Till skillnad från USA kan dock inte utvecklingen av regleringen kring takeover-förfaranden i Sverige härledas till en samhällsekonomisk process. Istället har man valt att låta regleringen bygga på Storbritanniens City Code, vilken sedermera även har kommit att lägga grunden för EU:s takeoverdirektiv.

Armor & Skeel har beskrivit hur situationen i Storbritannien, med passivitetsplikt för styrelsen, och budplikt efter att ett tröskelvärde om 30 % överskridits, utvecklades genom att institutionella investerare redan i ett tidigt skede uppnådde en stor ägandeandel i börsbolagen. Härigenom uppnådde de en maktposition varifrån de kunde påverka utvecklingen av den brittiska bolagsrätten - särskilt genom sin representation i Panelen.¹⁰⁷ Det regelverk som kom att utvecklas blev pga. de institutionella investerarnas inflytande anpassat för att ta tillvara aktieägarnas intressen vid den situation som råder i Storbritannien och USA - en marknad med spritt ägande. För båda dessa länder gäller att bara 3 % av bolagen har en definierad aktieägargrupp med röstmajoritet.¹⁰⁸

¹⁰⁴ Comment / Schwert s. 6

¹⁰⁵ Se ovan 5.2.2.3

¹⁰⁶ Lipton s.27

¹⁰⁷ Armour / Skeel II, s.3

¹⁰⁸ Berglöf/Burkart s.179

Till skillnad från i Storbritannien utmärks dock ägarstrukturen i svenska börsbolag av ett mycket koncentrerat ägande. Av de i Sverige börsnoterade bolagen kontrolleras 90 % av en ensam aktieägare eller av en väl definierad ägargrupp, och medianägaren har en andel om 34,9%¹⁰⁹.

Den starkt koncentrerade ägarstrukturen avhjälpas i någon mån av att det i OMX regelverk för emittenter stadgas att för registrering på Stockholmsbörsen ställs krav på likviditet avseende andelarna i bolaget¹¹⁰. För att dessa regler skall vara uppfyllda skall ett tillräckligt antal aktier vara i allmän ägo. Gränsen för vad som anses vara ett tillräckligt antal aktier är emellertid relativt lågt satt (25 %), dessutom anges i regelkommentaren att ett bolag som inte uppfyller 25 % -regeln ej med automatik skall anses bryta mot OMX regler utan att en allmän bedömning av andelarnas likviditet skall göras.

Maktkoncentrationen inom svenska företag förstärks ytterligare av den ofta förekommande röstvärdesdifferentieringen inom företagen. Enligt ABL är röstvärdesskillnader på upp till 1:10 tillåtna. Vidare bildades flera av de största svenska företagen innan implementeringen av 1944 års aktiebolagslag då ingen begränsning fanns avseende röstvärdesskillnaderna. Bolag som innan dess hade utgivit aktier med större röstvärdesdifferenser än 1:10 får behålla dessa och även utge nya aktier med samma röstskillnader¹¹¹. Av denna anledning hade t.ex. Ericssons A-aktier ända till 2004 ett röstvärde på 1000:1 jämfört med B-aktierna¹¹².

Vidare problematiseras frågan genom det i Sverige, alltsedan 30-talet, mycket utbredda pyramidägandet. D.v.s. den situation där ett bolag (A) äger och kontrollerar ett annat (B), vilket i sin tur äger ett tredje (C). Bolag A kan i denna situation äga så lite som 25 % i bolag C, men ändå ha full kontroll över bolaget pga. sitt kontrolläggande i B enligt figur.

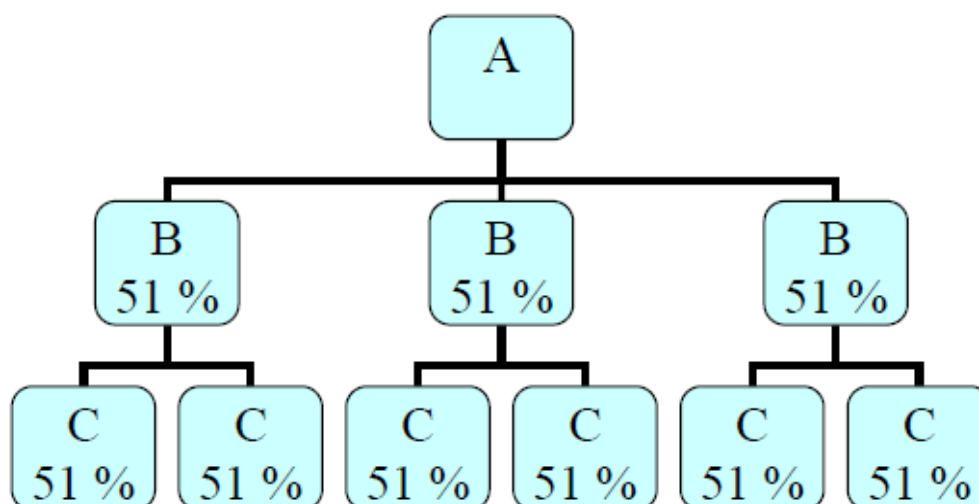
¹⁰⁹ Berglöf/Burkart s.179

¹¹⁰ OMX regelverk för emittenter 2.3.9-2.3.12

¹¹¹ Prop. 2004/05:85 s.248

¹¹² http://www.ericsson.com/ericsson/investors/shareholders/doc/conversion_brochure_sv_new.pdf

Fig.1



En stor del av den svenska börsmarknaden kontrolleras genom sådana pyramidkonstruktioner av stora aktörer som t.ex. Investor, Kinnevik och Industrivärden. I en av EU-kommissionen år 2007 beställd undersökning över rösträttsbegränsningar i europeiska bolag framkom att av de undersökta svenska företagen 48 % innehöll inslag av pyramidägande medan 59 % innehöll röstdifferentierade aktier. Detta gjorde Sverige till det land inom EU med högst förekomst av båda dessa företeelser.¹¹³

Med anledning av detta är det viktigt att även ta aktiemarknadens ägarstrukturer med i beräkningen då man bedömer vem som skall ha makt över försvarsåtgärderna. Man kan härvid ifrågasätta hur lämpligt det är att den engelska Takeover Code har haft så stort inflytande på den svenska regleringen som den har haft, först genom NBK:s takeover-regler och numera även EU:s takeover-direktiv och LUA.

För det första kan man kort peka på den regel om budplikt som genom takeover-direktivet implementerats i svensk lag och som beskrivits ovan. I ett bolag med spritt ägande, vilket är det vanligaste i regelns ursprungsland Storbritannien, kanske man bara behöver tillskansa sig andelar motsvarande ca. 10% av rösterna för att hamna i en kontrollposition, vilket innebär att man aldrig behöver komma upp i ett sådant högt innehav att budpliktsreglerna aktualiseras. I detta läge är budpliktsregelns inte ägnad att skydda aktieägarna från alla kontrollförändringar inom ägarstrukturen. Istället uppnås ett skydd mot att alltför stora andelsinnehav uppkommer

¹¹³ Adams/ Ferreira s.5

hos enskilda aktieägare. Anledningen till att detta är önskvärt är enligt Aberuzzo att mycket stora aktieägare tenderar få alltför stor makt över styrelsens arbete, vilket försvagar den disciplinfunktion som marknaden kan fylla över styrelsearbetet enligt resonemanget ovan.¹¹⁴

I svenska bolag har kontrollägaren emellertid vanligen en andel överstigande de 30 % som aktualiserar budplikt, då kontrollägandet uppkom före de första budpliktsreglerna som infördes i NBK:s takeover-regler år 1999¹¹⁵. Detta får till följd att den som vill tillskansa sig kontrollen över bolaget måste ha vilja och möjlighet att köpa samtliga i bolaget utestående aktier. Detta innebär i praktiken att bolaget ges ett i lag stadgat försvar mot takeover-åtgärder då en kontrolltransaktion under dessa förutsättningar blir betydligt dyrare och omständligare än vad som annars hade varit fallet.¹¹⁶

Även regeln om styrelsens plikt att ej självsvåldigt vidta försvarsåtgärder får olika följder i Storbritannien och Sverige beroende på ländernas skillnader i ägarstruktur inom bolagen.

Då ett bolag utmärks av ett spritt ägande är den största intressekonflikten den mellan aktieägarna och bolagets styrelse. En regel som gör att styrelsen behöver bolagsstämmans samtycke för att vidta försvarsåtgärder gör således att aktieägarkollektivet ges större möjlighet att påverka bolaget i den riktning som de anser gynnsam. Denna möjlighet blir än påtagligare när organiserade institutionella investerare finns bland aktieägarna och på bolagsstämman, detta då dessa typiskt sett är väl insatta i bolagets affärer och marknaden i stort och kan ta väl överlagda beslut¹¹⁷.

I bolag med koncentrerat ägande med en dominerande aktieägare eller aktieägargrupp, vilket är normen i Sverige, är situationen en annan. Eftersom kontrollen över bolaget ligger hos en enskild eller en mindre grupp av aktieägare uppstår den verkliga intressekonflikten mellan de kontrollerande aktieägarna och de som är i minoritet¹¹⁸. Denna intressekonflikt förstärks ytterligare av det pyramidägande som utmärker den svenska aktiemarknaden vari den slutgiltigt kontrollerande ägaren, pga. andra överväganden inom bolagssfären, kan ha intressen som kraftigt avviker från minoritetsaktieägarnas.

Att flytta över makten över försvarsåtgärderna från styrelsen till bolagsstämman gör inget för att förmildra denna intressekonflikt utan gör den bara ännu mer påtaglig. Som exempel på detta kan tas en situation där ett offentligt uppköpserbjudande inkommer på ett av ”C”-

¹¹⁴ Aberuzzo s.4

¹¹⁵ Berglöf/Burkart s.179

¹¹⁶ Skog s.26

¹¹⁷ Aberuzzo s.5

¹¹⁸ Aberuzzo s.5

bolagen i figuren ovan. Oavsett hur oattraktivt detta erbjudande är för de minoritetsaktieägare som innehar 49 % av aktierna kan det ändå drivas igenom under förutsättning att bolag A, som ju egentligen bara har ett kapitalinnehav om 26 %, anser det attraktivt.

I detta läge kan det synas det vara mer gynnsamt, för minoritetsaktieägarna såväl som för bolaget som fristående enhet, att låta styrelsen besluta om ev. försvarsåtgärder, då de, idealt sett, skall handla på det sätt som gynnar aktieägarkollektivet som helhet, och har en skyldighet enl. ABL 8:41 att särskilt ta tillvara minoritetsaktieägarnas intressen (se ovan 4.4).

7. SLUTSATS

Den grundläggande principen bakom försvarsåtgärder är alltså väsensskild mellan de två systemen. I Sverige tillämpas, numera uttryckligen genom lag, principen om styrelsepassivitet vid offentliga erbjudanden, medan Delaware som grundregel tillämpar den genom Unocal justerade Business Judgment Rule vari styrelsen har en brett formulerad rätt att vidta åtgärder efter eget gottfinnande.

Genom att studera praxis från Delawares domstolar kan man emellertid konstatera att styrelsens maktfullkomlighet alltmer har börjat naggas i kanten. Detta möjligen till följd av den lägre tillit som kan anas gentemot höga företrädare för bolag alltsedan de stora redovisningsskandalerna under 2001 och den därpå följande implementeringen av Sarbanes Oxley.

Vad gäller situationen i Sverige noterar man vid en genomläsning av AMN:s uttalanden i ämnet att nämnden hittills har godtagit de försvarsåtgärder som vidtagits av styrelsen, vilket kan tas till intäkt för att situationen i Sverige har börjat avvika från den starka princip om styrelsepassivitet som LUA 5:1 synes innebära. Denna tendens skall dock ej överdrivas då de åtgärder som här varit för handen, åtminstone i de senare fallen, har varit av relativt icke-ingripande natur och till stor del kan sägas ha utförts inom ramen för de skyldigheter som målbolagets styrelse har att uttala sig om budet.

Risken med att låta styrelsen stå för besluten kring försvarsåtgärder är att de väljer att agera på ett sätt som maximerar deras vinst men som kan vara suboptimalt för bolagets aktieägare. Man får dock komma ihåg att styrelsen har som uppdrag att vara insatt i bolagets samtliga göranden och låtanden varför de torde vara den grupp som kan fatta de mest korrekta besluten kring bolaget. Noteras bör även de omfattande handlingsregler och plikter för styrelsen som stadgas av ABL och är ägnade att säkerställa deras lojalitet till bolaget. Vidare är aktieägarna inte nödvändigtvis den enda intressegrupp som idealt sett skall tas hänsyn till vid ett beslut. Enligt CSR-tänkandet skall beslutets följder tas i beaktning även vad gäller grupper som anställda och bolagets verksamhetsort. I Sverige är arbetstagarna representerade i styrelsen varför denna viktiga intressegrupp ges en möjlighet att medverka vid styrelsebeslut.

Vidare är den primära intressekonflikten i svenska bolag inte mellan en stark styrelse och ett

spritt aktieägarkollektiv utan mellan aktieägarminoriteten, som ofta är en majoritet vad avser antal aktier, och en aktieägarmajoritet som genom röstvärdesdifferentiering och pyramidägande kan kontrollera bolagets beslut. Av denna anledning anser jag inte att aktieägarnas intressen skall tillvaratas ytterligare genom t.ex. representation i Aktiemarknadsnämnden, då detta främst skulle gynna majoritetsaktieägarna. Istället bör man söka vägar att låta andra intressen tillmätas större betydelse än vad som nu är fallet.

Således skulle det med stor sannolikhet vara gynnsamt för svenska bolag, de småsparare som i många fall utgör större delen av aktieägarkollektivet, såväl som bolagets arbetstagare om styrelsen tillerkändes en större möjlighet att besluta om huruvida försvarsåtgärder skulle vidtagas.

I syfte att minska den otillbörligt stora makt som kontrollaktieägarna i dag åtnjuter i svenska bolag vore det även en god idé att låta takeover-direktivets genombrottsbestämmelser bli obligatoriska i LUA och därigenom förstärka minoritetsaktieägarnas rättigheter på samma sätt som Delawares Court of Chancery gjorde genom avgörandet i Liquid Audio.

8. Källförteckning

Offentligt tryck

Lagutsk. Betänkande 1986/87:27	<i>Om riktade emissioner m. m</i>
SOU 2004:47	<i>Näringslivet och förtroendet</i>
Proposition 2004/05:85	<i>Ny aktiebolagslag</i>
SOU 2005:58	<i>Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden</i>
Proposition 2005/06:140	<i>Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden</i>

Självreglering och avtal

The Panel on Takeovers and Mergers	The City Code on Takeovers and Mergers, 2009 års lydelse (citeras The Code)
Näringslivets Börskommitté	<i>NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbudanden avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar, 2003 och 2009 års lydelse, (citeras NBK:s regler 2003 resp. 2009)</i>
Aktiemarknadsnämnden	<i>Aktiemarknadsnämndens verksamhetsberättelse 2009</i>
Nasdaq OMX Stockholm	<i>OMX regelverk för emittenter, 2010</i>

Litteratur

Arnold, Glen	<i>Corporate financial management (3rd edition)</i> Harlow: FT Prentice Hall, Upper Saddle River, N.J, 2005 (citeras Arnold)
Berk, Jonathan Peter De Marzo	<i>Corporate Finance</i> , Pearson Education, Boston, MA, 2007 (citeras Berk/ De Marzo)
Boatright, John R	<i>Ethics in Finance 2nd edition</i> , Blackwell Publishing, New York, 2008 (citeras Boatright)
Christensen, Jan Schans	<i>Contested takeovers in Danish law – a comparative Analysis based on a Law and Economics Approach</i> , GEC. Forlag, Köpenhamn, 1991 (citeras Christensen)
Fällman, Anders	<i>Motåtgärder vid företagsförvärv i Sverige</i> , ur betänkande från ägarutredningen – SOU 1990:1, Appendix B, bilaga 2 (citeras Fällman)

- Hagin, Robert *Modern Portfolio Theory*, Dow Jones-Irwin, Washington. 1980 (citeras Hagin)
- Hamilton, Robert W. *The Law of Corporations in a nutshell 5th edition*, West Group, St. Paul, MN, 2000 (citeras Hamilton)
- Weston, J.Fred *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, Pearson Education, Boston, MA, 2004 (citeras Weston)

Periodiskt tryck

- Armour, John
Skeel, David A. *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why?* Georgetown Law Journal, Vol. 95, 2007 (citeras Armour/Skeel I)
- Armour, John
Skeel, David A. *The Divergence of U.S. and UK Takeover Regulation* University of Pennsylvania regulation, vol. 30, No. 3, 2007 (citeras Armour / Skeel II)
- Bebchuk, Lucian A *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 152, 2003 (citeras Bebchuk)
- Berglöf, Erik
Burkart, Mike C *European Takeover Regulation*, Economic Policy, Vol. 36, ECGI, 2003, (citeras Berglöf/Burkart)
- Comment, Robert
Schwert, G. William *Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures*, Journal of financial economics, 39, 1995 (citeras Comment / Schwert)
- Easterbrook, Frank H.
Fischel, Daniel R. *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, Harvard Law Review, vol. 94 (1981)
- Forjan, James
VanNess, Bonnie *An Investigation of Poison Pill Securities, Long-Term Debt, and the Wealth of Shareholders*, Mid-American Journal of Business, Vol. 18, No. 2, 2003 (citeras Forjan / VanNess)
- Friedman Milton *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits* The New York Times Magazine, September 13, 1970. (citeras Friedman)
- Gilson Ronald *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 Stanford Law Review, 1981 (citeras Gilson)
- Johnston, Andrew. *Takeover regulation: Historical and theoretical perspectives on the City Code*. Cambridge Law Journal, July 2007

(Citeras Johnston)

Lipton, Martin
Rowe, Paul K.

Pills, Polls, and Professors: A Reply to Professor Gilson, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 27, No. 1, 2002 (citeras Lipton)

Moore, Andrew G.T II

The Birth of Unocal – A Brief History, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 31, No 3, 2006 (citeras Moore)

Stout, Lynn A

How Efficient Markets Undervalue Stocks, Cardozo Law Review, Vol. 19, No. 2, 1997, (citeras Stout)

Subramanian, Guhan

Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses, Yale Law Journal, vol. 113, 2003 (citeras Subramanian)

Övriga artiklar

Adams, Renee B
Ferreira, Daniel

One Share, One Vote: The Empirical Evidence, ECGI Finance Working Paper No. 177, ECGI, 2007 (citeras Adams/Ferreira)

Peyer, Ursula C
Vermaelen, Theo

The Many Facets of Privately Negotiated Stock Repurchases EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 1731; AFA 2004 San Diego Meetings, 2004 (citeras Peyer/Vermaelen)

Phillips, C. William
Krishnamurthy, Preethi

The Landscape of U.S. Hostile Takeover Litigation, Covington & Burling LLP, 2002 (citeras Phillips/Krishnamurthy)

Subramanian, Guhan
Herscovici, Steven
Barbetta, Brian

Is Delaware's Antitakeover Statute Unconstitutional? Evidence from 1988-2008, Working paper series, 2009 (citeras Subramanian / Herscovici /Barbetta)

Tumas, Michael B
Reilly, Michael K.

Rethinking the Blasius Standard of Review, Potter, Anderson & Coroon, LLP, 2008 (citeras Tumas / Reilly)

Nuttall, Robin

An Empirical Analysis of the Effects of the Threat of Takeover on UK Company Performance, Nuffield College, University of Oxford, Working Paper Series No. 5, 1999 (citeras Nuttall)

Skog, Rolf

Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule?, Société Universitaire Européenne de Recherches Financières , 1997 (citeras Skog)

Internet

<http://www.thetakeoverpanel.org.uk>

<http://www.naringslivetsborskommitte.se>

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se>

http://www.ericsson.com/ericsson/investors/shareholders/doc/conversion_brochure_sv_new.pdf

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AMN 1992:6	<i>Fråga om [...]uppköpsförsvårande bestämmelser i bolagsordningen [...]</i> (Sandvik)
AMN 2002:1	<i>Incitamentsprogram (uttalande i plenum)</i>
AMN 2004: 19	<i>Pris m.m. vid offentligt bud (VLT)</i>
AMN 2005:47	<i>Målbolagets åtgärder vid offentliga bud. (Skandia, bud från Old Mutual)</i>
AMN 2006:55	<i>Tillåtna försvarsåtgärder vid bud, (Scania).</i>
AMN 2007:10	<i>Kostnader för försvarsåtgärder (Scania)</i>

Amerikansk praxis

Martin Marietta corp. v. Bendix corp. 549 F. Supp. 623 (Md. 1982).

Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Supreme Court of Delaware 1985)

Unitrin, Inc. v. American General Corp., Del. Supr., 651 A.2d 1361 (Del 1995)

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., Del. Supr., 493 A.2d 946 (1985)

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Supr., 506 A.2d 173 (Del. 1986)

Moran v. Household International, Inc., Del. Ch., 490 A.2d 1059 (1985)

Paramount Communications v. Time, Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34 (1994).

Blasius Indus. V. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).

MM Cos. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d 1118 (Del. 2003).